

SPECIAL

Investment Letter

Achmea Investment Management



September 2017



Schril contrast

Macro-economie

Cyclische opleving, structurele uitdagingen

3

Financiële markten

Laagrendements-omgeving houdt aan

8

Inflatie

Een vergeten portefeullerisico

17

Modelbeleid

Uitruil tussen balans & rendement

20

Schril contrast

Schril contrasten kleuren de huidige beleggingsomgeving. De wereldwijde economie ligt er sterk bij terwijl structurele uitdagingen het toekomstbeeld vertroebelen. Het vertrouwen onder consumenten en producenten staat op recordniveaus en tegelijkertijd neemt de sociale onrust en politieke polarisatie toe. Aandelenmarkten zetten de opwaartse trend onverminderd voort, terwijl verwachte rendementen onder druk staan. Ook de lage volatiliteit op de financiële markten staat in schril contrast met de uitdagingen waar beleidsmakers mee worstelen.

Wereldwijd is momenteel sprake van een synchrone economische opleving. De eurozone verrast positief en het herstel wordt steeds breder gedragen. De Amerikaanse economie houdt het groeimomentum vast en ook de opkomende landen delen mee in de gunstige economische omstandigheden. Deze positieve macro-economische omgeving houdt naar verwachting voorlopig aan.

Tegen deze achtergrond proberen centrale banken het monetaire beleid langzaam te normaliseren. De Amerikaanse centrale bank (Fed) verhoogde sinds vorig jaar de beleidsrente een aantal keren en maakt zich gereed voor het afbouwen van de balans. De Europese Centrale Bank (ECB) koopt nog volop obligaties op, maar zal naar verwachting dit programma in 2018 stapsgewijs afbouwen. Deze beleidsnormalisatie zal echter een zeer geleidelijk proces zijn en een grote uitdaging na jaren van onconventioneel beleid.

Ondanks de gunstige groei-omgeving en het zeer ruime monetaire beleid, blijft de inflatie gematigd. Deze ligt in de meeste ontwikkelde landen onder de doelstelling van de centrale banken. De krappere wordende arbeidsmarkt heeft nog niet geleid tot stijgende inflatie. In reactie hierop worden inflatievoorspellingen naar beneden bijgesteld. Centrale banken zien de risico's voor inflatie vooral aan de onderkant liggen.

Politieke strubbelingen verschoven enigszins naar de achtergrond. Vooralsnog is de impact op de economie en financiële markten van de Trump-regering en de voorgenomen brexit beperkt. Het politieke risico in de eurozone daalde. De directe dreiging van een verdere ontrafeling van de Europese Unie is geweken nadat Macron de Franse presidentsverkiezingen won. Italië blijft wel een potentieel risico met verkiezingen in aantocht.

De bewegingen op de financiële markten weerspiegelen de robuuste economische conjunctuur. Rentenniveaus zijn het afgelopen jaar wat opgelopen, maar blijven per saldo laag. De deflatie-angst van vorig jaar verdween naar de achtergrond. De gunstige macro-economische ontwikkelingen en de per saldo goede bedrijfsresultaten ondersteunden de aandelenmarkten. Risico-opslagen daalden over de hele linie. De economische opleving in de eurozone en de afnemende politieke risico's leidden

tot een appreciatie van de euro. Beleggingen uit de opkomende landen lieten de hoogste totaalrendementen noteren onder aanvoering van de aandelenmarkt.

Ondertussen lopen de waarderingen van de meeste beleggingscategorieën op. Rentenniveaus op staatsobligaties blijven, ondanks de lichte stijging in het afgelopen jaar, laag. Hierdoor zijn de verwachte rendementen beperkt. Ten opzichte van vorig jaar zijn de rendementsverwachtingen voor staatsobligaties wel licht gestegen. Voor de meeste risicovollere beleggingen zijn de verwachte rendementen echter gedaald. Gemiddeld genomen zijn beleggingen uit opkomende landen nog steeds relatief het aantrekkelijkst gewaardeerd, ondanks dat door de hoge rendementen de afgelopen periode al een gedeelte van het waarderingsverschil is ingelopen.

In ons basisscenario Reflatie blijft de inflatie gematigd. De verwachte rendementen voor inflatiegevoelige beleggingen, zoals grondstoffen en inflatiegerelateerde obligaties, zijn mede hierdoor laag. Toch blijven deze beleggingen onderdeel van de Achmea IM modelportefeuille. Eén van de redenen hiervoor is het streven naar effectieve diversificatie in de totale beleggingsportefeuille. Daarnaast kan hoger dan verwachte inflatie desastreuus uitpakken op de koopkracht van het vermogen waardoor enige bescherming gewenst is. In de special *Inflatie: een vergeten portefeuillerisico* gaan we dieper in op de rol van de risicofactor Inflatie in de modelportefeuille.

De sterke wereldconjunctuur verhuult momenteel belangrijke kwetsbaarheden in de economie en de financiële markten. Uitkomsten blijven ongewis. Mede hierdoor blijft een beleggingsportefeuille waarin gestreefd wordt naar effectieve diversificatie een verstandig vertrekpunt. In de special *Modelbeleid in een laagrendementsomgeving: uitruil tussen balans & rendement* gaan we in op de Achmea IM modelportefeuille. We verkennen de mogelijkheden om in de huidige beleggingsomgeving het risico-/rendementsprofiel van de portefeuille te verbeteren zonder de effectieve diversificatie uit het oog te verliezen. Het selectief toevoegen van risico en het schuiven binnen de risicofactor Aandelen/Kredietrisico bieden mogelijkheden.

In deze Investment Letter lichten we de genoemde punten verder toe. In hoofdstuk 1 staan de macro-economie en het monetaire beleid centraal. In een aparte box gaan we in op ons basisscenario Reflatie en beschrijven we een aantal trends die de beleggingsomgeving kenmerken. De financiële markten komen in hoofdstuk 2 aan bod. Na een korte terugblik worden de rendementsverwachtingen voor de liquide en de illiquide beleggingscategorieën geschetst. In hoofdstuk 3 besteden we aandacht aan de risicofactor Inflatie en in hoofdstuk 4 gaan we in op de modelportefeuille voor de komende jaren.

1 Macro-economie: cyclische opleving, structurele uitdagingen

“The recovery in global growth that we projected in April is on a firmer footing; there is now no question mark over the world economy’s gain in momentum.” IMF, juli 2017

Ten opzichte van een jaar geleden is het sentiment sterk verbeterd. Wereldwijd is sprake van een robuuste economische opleving en de politieke risico’s lijken vooralsnog afgenomen. De inflatie is wereldwijd overwegend laag. Hierdoor hebben centrale banken geen haast met het normaliseren van het monetaire beleid. De ontwikkelingen van afgelopen periode passen in het basisscenario Reflatie. We verwachten dat de huidige economische groeitrend doorzet en de inflatie gematigd blijft. Ondanks dat enkele risico’s minder acuut lijken dan vorig jaar, sluimeren deze nog steeds op de achtergrond.

Groot verschil met vorig jaar

De huidige beleggingsomgeving staat in schril contrast met die van vorig jaar. Vorig jaar domineerden politieke ontwikkelingen het nieuws. De meerderheid van de Britten koos voor een brexit en de Verenigde Staten maakten zich op voor een historische presidentsverkiezing met een verrassende uitslag. Rentenniveaus waren laag tot negatief en de normalisatie van het monetaire beleid in de Verenigde Staten stokte. De andere grote centrale banken drukten het monetaire gaspedaal zelfs nog verder in. Nu, een jaar later, zijn de politieke zorgen in Europa meer naar de achtergrond verdwenen. De gevreesde negatieve effecten voor economieën en financiële markten zijn niet tot uiting gekomen. De kans op het wanordelijk uit elkaar vallen van de Europese Unie (EU) of de euro daalde door de verkiezingswinst van Macron in Frankrijk. Tegelijkertijd was sprake van een synchrone wereldwijde economische groeiversnelling en steeg de inflatie ten opzichte van een jaar geleden. Afgelopen jaar won reflatie het van stagnatie. Leidende indicatoren duiden op een voortzetting van deze trend. Het IMF verwacht een wereldwijde groei van 3,5% in 2017 en 3,6% in 2018. In plaats van meer monetaire verruiming zetten centrale banken nu stappen richting normalisatie van het beleid.

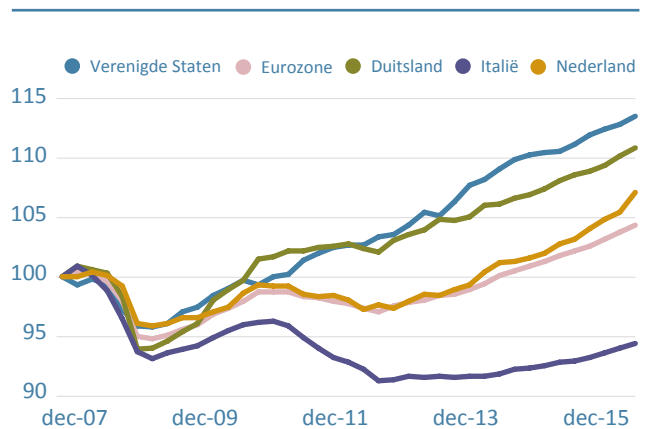
Amerikaanse expansie houdt aan

De Amerikaanse economie groeit al acht jaar lang onafgebroken (zie figuur 1). Dit is één van de langste aaneengesloten groeiperiodes zonder recessie sinds de Tweede Wereldoorlog. Toch heerst er geen gevoel van hoogconjunctuur. Er is geen sprake van speculatieve bedrijfsinvesteringen, de kredietverlening is niet excessief en de inflatie is gematigd. De groeicijfers van de afgelopen jaren zijn lager in vergelijking met voorgaande expansiefases. Sinds het vierde kwartaal van 2009 is de Amerikaanse economie gemiddeld genomen met ruim 2% per jaar gegroeid. In de jaren negentig (1992-2000) en in de periode voor de kredietcrisis (2003-2006) bedroeg de jaarlijkse groei gemiddeld genomen meer dan 3% per jaar. Naast de lagere groei blijven ook de productiviteit, de loonontwikkeling

en de beleidsrente achter ten opzichte van vorige expansiefases. Eén van de redenen is dat een herstel na een financiële crisis trager verloopt. Door het gematigder groeitempo kost het meer tijd voordat de overcapaciteit in de economie is weggewerkt. Hierdoor kan deze cyclus langer duren dan voorgaande cycli. De Verenigde Staten bevinden zich wel laat in de economische cyclus. De overcapaciteit neemt sterk af. Zo is de werkloosheid de afgelopen jaren fors gedaald. Het werkloosheidspercentage staat op het laagste niveau sinds 2007. Maar op basis van leidende indicatoren houdt de economische groei de komende kwartalen aan.

FIGUUR 1 ONTWIKKELING REËLE ECONOMIE NA DE FINANCIËLE CRISIS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Eurozone stoomt door

De eurozone beleeft momenteel de sterkste economische expansie sinds de financiële crisis. In het tweede kwartaal van 2017 was sprake van een groei van het bruto binnenlands product (bbp) van meer dan 2% jaar-op-jaar (zie figuur 2). Dit was het 17de kwartaal op rij van economische groei. Deze groei wordt steeds breder gedragen over sectoren en landen. Naast exportgedreven groei stijgen ook de binnenlandse bestedingen en is de werkloosheid tot circa 9% gedaald. Ondanks enkele regionale verschillen, participeren alle eurolanden in de opleving. De economische groei in Duitsland is robuust en de Nederlandse economie groeit met meer dan 3% jaar-op-jaar. Zelfs in Italië is sprake van verbetering, zij het vanaf lage niveaus. Want ondanks de recente positievere economische ontwikkelingen ligt de omvang van de Italiaanse economie nog steeds onder het niveau van voor de kredietcrisis in 2008 (zie figuur 1). We verwachten dat ook de economische opleving

in Europa de komende kwartalen aanhoudt. Deze verwachting is mede gebaseerd op de hoge niveaus van diverse sentiments- en vertrouwensindicatoren voor zowel consumenten als bedrijven. Zo staat het Duitse ondernemersvertrouwen op recordhoogte. Daarnaast is het monetaire beleid nog steeds zeer ruim en is de wereldwijde economische omgeving gunstig.

Groei China blijft op peil

In China bleef de economische groei op peil. De vorig jaar gevreesde forse afkoeling vond niet plaats. De Chinese autoriteiten namen maatregelen om de economie te ondersteunen. De rest van Azië lift mee op de stabiele Chinese groei. Per saldo was de economische groei in de opkomende landen gunstig de afgelopen kwartalen. De gestegen grondstofprijzen zorgden voor een positieve impuls voor de grondstofexporterende economieën ten opzichte van vorig jaar. We verwachten dat de economische opleving in de opkomende landen de komende kwartalen doorzet. Deze landen profiteren van de gunstige wereldwijde economische omgeving en in veel landen is de inflatie onder controle waardoor centrale banken het monetaire beleid verruimen.

Olieprijzen drijft inflatieverloop

Ondanks de wereldwijde robuuste economische groei, blijven de inflatiecijfers gematigd. Hoewel de inflatiecijfers op jaarbasis zijn opgelopen, is er de laatste maanden weer sprake van een daling. Dit komt door de ontwikkeling van de olieprijs. De olieprijs bereikte een dieptepunt in februari 2016 waardoor de jaar-op-jaar stijging in februari 2017 groot was en de inflatie een piek liet zien. Dit effect loopt er nu uit. In de Verenigde Staten bedroeg de consumentenprijsinflatie in februari nog 2,7% jaar-op-jaar terwijl dit in juli 1,7% was (zie figuur 3). Ook de kerninflatie, de inflatie exclusief de volatiele energie- en voedselprijzen, staat de afgelopen maanden onder druk en ligt nu onder de 2%.

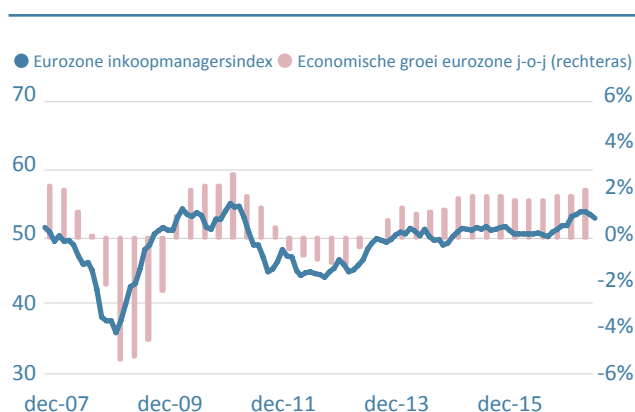
Volgens de Amerikaanse monetaire autoriteiten wordt deze dip in inflatie veroorzaakt door eenmalige effecten en is deze zwakte van tijdelijke aard. Ze geven wel aan de inflatieontwikkeling de komende maanden nauwlettend in de gaten te houden omdat er onzekerheid heerst over het toekomstig inflatiepad. In de eurozone piekte de inflatie net als in de Verenigde Staten in februari en is sindsdien gedaald. De kerninflatie daarentegen is licht opgelopen en schommelt de laatste maanden rond de 1%. Ten opzichte van een jaar geleden zijn de zorgen over deflatie verdwenen.

Lage inflatie is een globaal fenomeen

De beperkte inflatiedruk is ook terug te zien in de gematigde inflatieverwachtingen. Voor de Verenigde Staten schommelt deze rond de 2% per jaar. Voor de eurozone ligt de verwachting onder de ECB-doelstelling van 2%. De wereldwijd gematigde inflatie is opmerkelijk. Cyclisch gezien zou er in de Verenigde Staten opwaartse druk op de inflatie moeten zijn nu de overcapaciteit grotendeels is weggewerkt. De reguliere modellen die centrale banken gebruiken gaan ervan uit dat de krapte op de arbeidsmarkt leidt tot een hogere loongroei. Deze vertaalt zich vervolgens in hogere inflatiecijfers. Dit is momenteel echter nog niet het geval. Mogelijk komt dit door veranderingen op de arbeidsmarkt, onder andere de lage participatiegraad, waardoor de Amerikaanse arbeidsmarkt minder krap is dan dat het lage werkloosheidspercentage doet vermoeden. Dit betekent dat sterk stijgende inflatie niet voor de hand ligt. We verwachten wel dat de verdere verbetering op de arbeidsmarkt zal leiden tot wat inflatiedruk, maar dit zal per saldo beperkt zijn. Er zijn namelijk ook nog een aantal structurele factoren, zoals globalisering en technologische vooruitgang, waarvan een aanhoudende deflatoire kracht uitgaat. De eurozone is minder ver gevorderd in de economische cyclus dan de Verenigde Staten, maar gezien de enorme monetaire stimulansen is ook hier de inflatiedruk

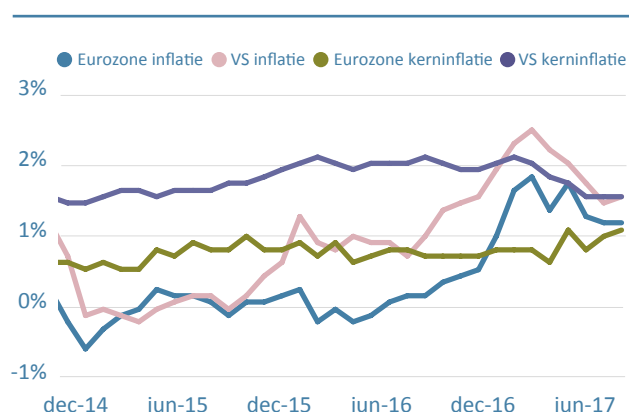
FIGUUR 2 STERKE ONTWIKKELING EUROZONE-ECONOMIE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



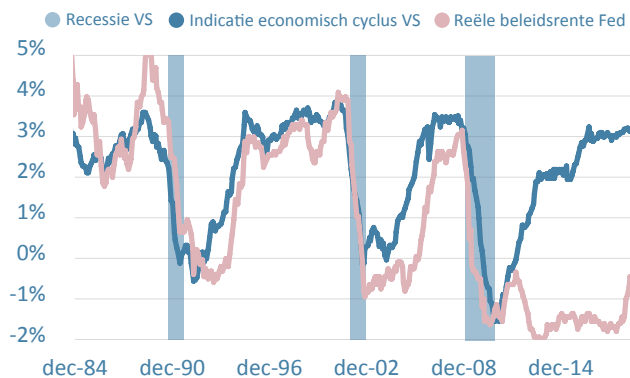
FIGUUR 3 INFLATIE (CPI) ONDER CENTRALEBANKDOELSTELLING

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 4 REËLE BELEIDSRENTE FED BLIJFT ACHTER BIJ DE ECONOMISCHE CYCLUS

Bron: Morgan Stanley, Bloomberg, Achmea IM



opvallend laag. We verwachten dat de inflatie in de eurozone de komende maanden laag blijft door de nog aanwezige overcapaciteit in de economie en de appreciatie van de euro de afgelopen periode.

Monetair beleid is nog steeds ruim

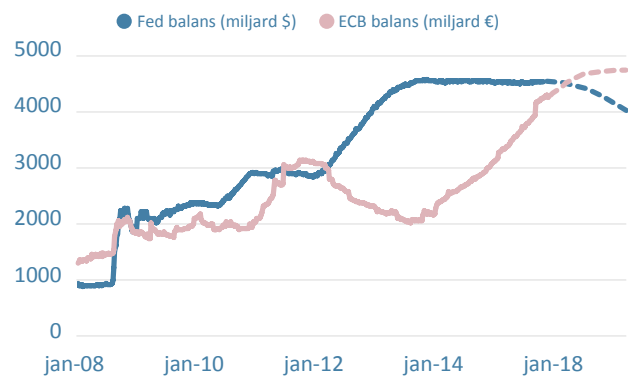
Vanwege de gematigde inflatie is het wereldwijde monetaire beleid nog steeds ruim. Nominale en reële renteniveaus blijven in historisch perspectief zeer laag en centralebankbalansen blijven omvangrijk en lopen in sommige regio's nog verder op. Wel is de tijd van monetaire acceleratie voorbij en zetten de Fed en ECB in op een geleidelijke normalisatie van het beleid. In historisch perspectief komt deze normalisatie zeer laat op gang. Dit blijkt uit figuur 4. De blauwe lijn geeft een indicatie van de economische cyclus in de Verenigde Staten. Een forse daling van deze lijn komt overeen met een economische recessie. Een stijgende lijn weerspiegelt een economische opleving. Bij de voorgaande economische oplevingen startte de Fed na een aantal maanden met het verhogen van de beleidsrente. De reële beleidsrente volgde vervolgens het pad van de economie. De afgelopen jaren was dit niet het geval. De beleidsrente werd laag gehouden en diverse opkoopprogramma's werden uitgevoerd. De reële beleidsrente bleef dan ook zeer laag en is pas het afgelopen jaar opgelopen nadat de Fed een aantal renteverhogingen doorvoerde. De beleidsrente is echter nog steeds laag kijkende naar de Amerikaanse economie die zich in een vergevorderd stadium van de economische conjunctuur bevindt.

Fed streeft naar verdere normalisatie

De Fed heeft sinds 2015 de beleidsrente in vier stappen met 25 basispunten verhoogd naar een bandbreedte van 1% - 1,25%. Fed-president Yellen heeft aangegeven dat er dit en volgend

FIGUUR 5 VERWACHTTE AFBOW VAN DE FED-BALANS, OMVANG ECB-BALANS STIJGT DOOR

Bron: Bloomberg, Achmea IM



jaar nog renteverhogingen zullen plaatsvinden. Beleggers zijn hier niet zo zeker van en voorzien een beperktere rentestijging. Naast een verdere normalisatie van de beleidsrente start de Fed naar verwachting dit jaar nog met het afbouwen van de balans. Tijdens de verschillende kwantitatieve verzuimingsrondes in de periode 2009 – 2014 kocht de Fed voor miljarden aan staatsobligaties en ander schuld papier. Deze beleggingen staan op de balans van de Fed en zullen in een geleidelijk tempo worden afgebouwd, zoals in figuur 5 is weergegeven. In eerste instantie zal de Fed stoppen met het herbeleggen van aflopende obligaties ter grootte van \$10 miljard per maand. Dit bedrag zal elk kwartaal met \$10 miljard opgetrokken worden naar \$50 miljard per maand. De verwachting is wel dat de omvang van de balans groter blijft dan in de periode voor de kredietcrisis.

ECB bouwt opkoopprogramma af

In de eurozone is nog geen sprake van een renteverhoging of afbouw van de centralebankbalans. Momenteel koopt de ECB voor €60 miljard per maand aan obligaties op. Dit programma loopt minimaal tot en met december 2017. Verdere monetaire verzuiming ligt niet meer voor de hand omdat de economie in de eurozone robuuste groei vertoont en de deflatie-angst is verdwenen. Ook schurkt het opkoopprogramma tegen de opgelegde limieten aan. Onder de huidige regels en bij de huidige omvang van het opkoopprogramma zal in 2018 schaarste ontstaan aan staatsobligaties van onder andere Duitsland. We verwachten dat de ECB het opkoopprogramma volgend jaar in stapjes terugschroeft en gedurende 2018 het opkoopprogramma beëindigt. De ECB streeft wel een geleidelijke afbouw na om schokken op de obligatiemarkt te voorkomen. De omvang van de ECB-balans blijft voorlopig wel nog toenemen in tegenstelling tot de balans van de Fed (zie figuur 5).

*“The threat of deflation is gone and reflationary forces are at play.”
ECB-president Mario Draghi, juni 2017*

BOX: **Reflatie en trends**

In deze box analyseren we hoe ons basisscenario aansluit bij de macro-economische ontwikkelingen van de afgelopen periode. Daarnaast beschrijven we een aantal trends en risico's die de huidige beleggingsomgeving omringen. De verdere federalisering van Europa krijgt steeds meer vorm ondanks het verlies van aanhang voor de traditionele middenpartijen. Italië blijft de zwakste schakel in de eurozone en schuld niveaus blijven wereldwijd hoog. Hierdoor is de kwetsbaarheid voor stijgende renteniveaus groot. Het monetaire beleid blijft het belangrijkste thema de komende jaren.

Reflatiescenario op koers

De cyclische economische opleving, de opgelopen inflatiecijfers en de geleidelijke normalisatie van het monetaire beleid in het afgelopen jaar zijn in lijn met ons basisscenario Reflatie. De stagnatie- en deflatie-angst die vorig jaar de financiële markten nog in haar greep hield, is grotendeels weggeëbd. In ons basisscenario voorzien we een gematigde voortzetting van het economische herstel in de ontwikkelde economieën en dat de kentering in de trendmatige neerwaartse beweging van rente en inflatie standhoudt. De monetaire beleidsinzet van de laatste jaren is hierop gericht geweest. Voor de Verenigde Staten gaan we uit van gemiddeld 2% economische groei op jaarbasis voor de komende jaren en voor de eurozone rekenen we met gemiddeld 1,25% groei. Deze verwachtingen zijn in lijn met de gemiddelde reële groei cijfers die na de kredietcrisis zijn gerealiseerd. Wat betreft inflatie gaan we voor de Verenigde Staten uit van circa 2% per jaar; dichtbij de doelstelling van de centrale bank en het ingeprijsde niveau op de financiële markten. Voor de eurozone verwachten we lagere inflatieniveaus, mede vanwege de nog aanwezige overcapaciteit in de economie. We verwachten wel dat de inflatie uiteindelijk naar de centralebankdoelstelling tendeert, maar dat dit langere tijd zal duren. Centrale banken zullen het monetaire beleid zeer geleidelijk normaliseren. In ons basisscenario lopen de kapitaalmarktrentes wat op, maar blijven in historisch perspectief nog steeds laag. Voor de Verenigde Staten verwachten we dat de 10-jaarsrente naar 3,5% stijgt in vijf jaar. Voor de Duitse kapitaalmarktrente verwachten we een niveau van 2% in 2022. Dit zijn stijgingen ten opzichte van de huidige niveaus, maar in historisch perspectief zijn deze absolute renteniveaus nog steeds zeer gematigd. Mede hierdoor zijn de rendementverwachtingen voor de meeste vastrentende waarden laag. Onderstaand stippen we kort een aantal trends en risico's aan die we ook in voorgaande Investment Letters hebben benoemd. Deze trends vormen de context waarbinnen het reflatiescenario zich afspeelt.

Politieke risico's eurozone nemen af

Vorig jaar oogden de politieke risico's groot, vooral in Europa. De Britten hadden besloten de EU te verlaten en er waren verkiezingen in Nederland en Frankrijk in de eerste helft van 2017 in aantocht. Uiteindelijk leidden deze gebeurtenissen niet tot economische schade of schokken op de financiële markten. Door de verkiezingswinst van de Europagezinde Macron zwakte de dreiging van een verdere ontrafeling van de EU. In het najaar zijn er verkiezingen in Duitsland, maar daar worden geen verrassingen verwacht. De verkiezingen in Italië begin 2018 zijn wel een punt van zorg. Niet-traditionele partijen doen het goed in de peilingen en de eurosceptis is groot. Naast de landelijke verkiezingen in Italië kunnen ook regionale verkiezingen, zoals het onafhankelijkheidsreferendum in Catalonië, tot politieke strubbelingen leiden.

Brexitscenario nog steeds onduidelijk

De effecten van de voorgenomen brexit op zowel het Verenigd Koninkrijk als de rest van Europa zijn nog steeds onduidelijk. Nu ruim een jaar na het brexit-referendum zijn de onderhandelingen begonnen. Waar zich in eerste instantie een 'harde' brexit aftekende, waarbij het Verenigd Koninkrijk volledig los komt te staan van de EU en ook de Europese interne markt verlaat, is dat nu niet meer zeker. Premier May probeerde door vervroegde verkiezingen afgelopen juni haar mandaat te versterken, maar dat mislukte. Per saldo is de binnenlandse politieke onzekerheid toegenomen en is de kans op een 'harde' brexit afgenomen. Het feitelijk implementeren van de brexit zal een proces van lange adem worden. Er lijkt aangestuurd te worden op een overgangperiode na de brexit in maart 2019. Vooralsnog zijn de economische effecten voor zowel het Verenigd Koninkrijk als de EU beperkt.

Timmeren aan een federaal Europa

Met de verkiezingswinst van Macron in Frankrijk, worden stappen gezet naar een verdere federalisering van Europa. Er gaan steeds meer stemmen op om het Europese bouwwerk te verstevigen. Onderwerpen als euro-obligaties, of varianten hierop, staan weer op de agenda. De financiële sector is nog steeds een zwakke schakel in Europa, maar hier zijn ook stappen gezet. In het tweede kwartaal werd voor het eerst het hulpmechanisme van de Bankenuïe voor banken in nood, het zogenaamde *Single Resolution Mechanism (SRM)*, in werking gesteld. Het noodlijdende Banco Popular werd met hulp van het SRM gekocht door een Spaanse branchegeenoot. Er kwam geen belastinggeld aan te pas bij deze redding en obligatiehouders deelden mee in de verliezen (de zogenaamde *bail-in*). Twee in problemen verkerende Italiaanse banken kwamen niet in aanmerking voor het SRM, maar kregen uiteindelijk steun van de Italiaanse staat. 'Flexibele' interpretatie van de Europese regels was hiervoor nodig. Al met al werden deze reddingen zonder problemen uitgevoerd en leidden ze niet tot paniek op de

financiële markten. Maar van een eensgezind Europa is echter nog geen sprake.

Impact Trump-regering voorsnog beperkt

In de Investment Letter van vorig jaar stipten we de presidentsverkiezingen in de Verenigde Staten aan als potentieel risico¹. Tegen de verwachting in won Donald Trump de race om het presidentschap. Op wat kortstondige volatiliteit na leidde dit niet tot paniek op de financiële markten. Er werd juist opgetogen gereageerd vanwege de aangekondigde stimuleringsmaatregelen en deregulering. Maar de feitelijke implementatie van de voorgenomen maatregelen verloopt zeer moeizaam. Al met al is de impact op economie en financiële markten van het beleid van Trump voorsnog zeer beperkt. Dit neemt niet weg dat het gevaar van protectionistische maatregelen nog in de lucht hangt. Dergelijke maatregelen zijn wel een potentieel gevaar voor de huidige gematigde inflatiecijfers en robuuste wereldwijde economische groei. Ook de toenemende sociale onrust en de stijgende polarisatie in de samenleving zijn potentiële risico's.

Oprisping geopolitiek risico

Recentelijk zijn de spanningen tussen de Verenigde Staten en Noord-Korea weer opgelopen. In augustus leidden verbale vijandigheden over en weer tot een kortstondige schrikreactie op de financiële markten. De oplopende spanningen zijn niet nieuw. In het verleden lagen de twee landen vaker met elkaar overhoop. Uiteindelijk liepen deze situaties met een sisser af en was van een langdurige substantiële reactie op de financiële markten geen sprake. In 2015 hebben we onderzoek gedaan naar het effect van geopolitieke risico's op de financiële markten². Zolang de geopolitieke strubbelingen de wereldeconomie niet direct raken, zijn de effecten op de financiële markten meestal gering. Dit neemt niet weg dat de instabiliteit in de wereld toeneemt en de globalisering onder druk staat. Negatieve effecten voor de wereldeconomie zijn niet uit te sluiten.

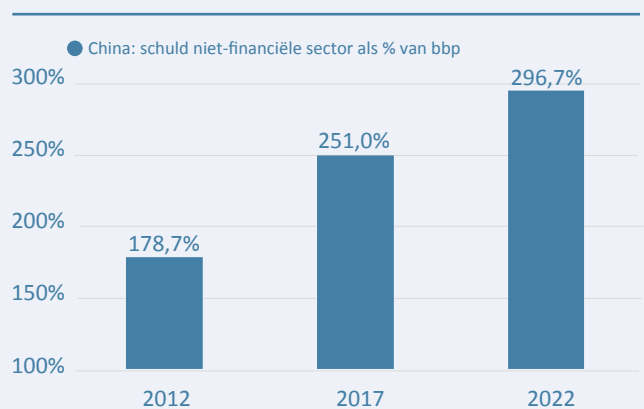
Schuld niveaus blijven hoog

Gemiddeld genomen blijven schuld niveaus wereldwijd hoog. Hierdoor is de kwetsbaarheid voor stijgende rentes en tegenvallende economische ontwikkelingen groot. Vooral de aanhoudende kredietgroei in China is een aandachtspunt (zie figuur 6). De Chinese economische groei blijft op peil, maar de groei is schuldgedreven. Ondertussen nemen de autoriteiten wel maatregelen om de kredietgroei bij de staatsbanken af te remmen om zodoende het systematisch risico te verlagen. Gezien het grote en toenemende belang van China in de wereldeconomie, heeft een eventuele flinke Chinese groeivertraging wereldwijde consequenties. Maar ook in de ontwikkelde landen blijven schuld niveaus de gemoederen bezig houden. Naar verwachting bereikt de Amerikaanse overheid in

oktober haar maximale leencapaciteit en is verhoging van het schuldplafond door de interne politieke strubbelingen geen zekerheid. In het verleden is het schuldenplafond regelmatig, meestal op het laatste moment, verhoogd. Ook in de eurozone is schuldproblematiek een aandachtspunt. Zo wordt er nog steeds gesproken over schuldverlichting voor Griekenland.

FIGUUR 6 CHINESE SCHULD NEEMT TOE (INCLUSIEF IMF-VERWACHTING)

Bron: IMF, Achmea IM



Normalisatie van monetair beleid is een grote uitdaging

De normalisatie van het monetaire beleid is een grote uitdaging. Centrale banken zullen voorzichtig opereren omdat ze de economische opleving niet willen dwarsbomen. Dit pleit voor een zeer gradueel tempo van normalisatie en een hoge mate van transparantie. Maar het continue uitstellen van deze normalisatie beperkt de manoeuvreerruimte van centrale banken bij een nieuwe economische neergang. Bij tegenvallende macro-economische cijfers gecombineerd met lage inflatie, steekt het risico van deflatie weer de kop op. Monetaire autoriteiten hebben maar beperkte instrumenten voor nieuwe stimulanzen. Bij meevallende macro-economische cijfers gecombineerd met oplopende inflatie, bestaat het gevaar dat centrale banken een te laks monetair beleid voeren. Dan zijn het waarschijnlijk de financiële markten die aan de rem trekken door hogere inflatie- en renteniveaus in te prijzen. Al met al is de normalisatie van het monetaire beleid een zeer delicate aangelegenheid waarvan de effecten ongewis zijn. De normalisatie van het monetaire beleid is extra complex omdat financiële markten en overheden afhankelijk zijn geworden van het exceptionele beleid. Daarnaast liggen de neutrale beleidsrenteniveaus naar verwachting lager dan in het verleden en zal de omvang van de centralebankbalansen groter blijven dan voor de kredietcrisis. Naast de onzekerheid over het te bewandelen monetaire pad, gaan er waarschijnlijk ook nog personele wisselingen plaatsvinden op belangrijke posities. De termijn van Fed-president Yellen en vicevoorzitter Fischer loopt in februari 2018 af. Mogelijk krijgen beide personen geen tweede termijn.

¹ Zie Achmea IM Investment Letter, *Onder druk*, september 2016

² Zie de special *Geopolitiek: Onrust terug in het vizier* in de Syntrus Achmea Investment Letter, *Bitter Medicijn*, september 2014

2 Financiële markten: laag-rendementsomgeving houdt aan

“Even though the absolute expected return for emerging market value stocks has decreased, we believe the margin of superiority of emerging value over other assets has actually increased.” GMO, Q2 2017

De bewegingen op de financiële markten weerspiegelen de robuuste economische situatie. Risico-opslagen daalden over de hele linie. Aandelenmarkten zetten dit jaar de opwaartse trend door onder aanvoering van de opkomende markten. De Duitse kapitaalmarktrente liep licht op van een historisch laag niveau. Door de nog steeds lage renteniveaus en de gedaalde risico-opslagen zijn de verwachte rendementen voor de komende jaren laag. Voor geen enkele beleggingscategorie worden dubbelcijferige totaalrendementen verwacht.

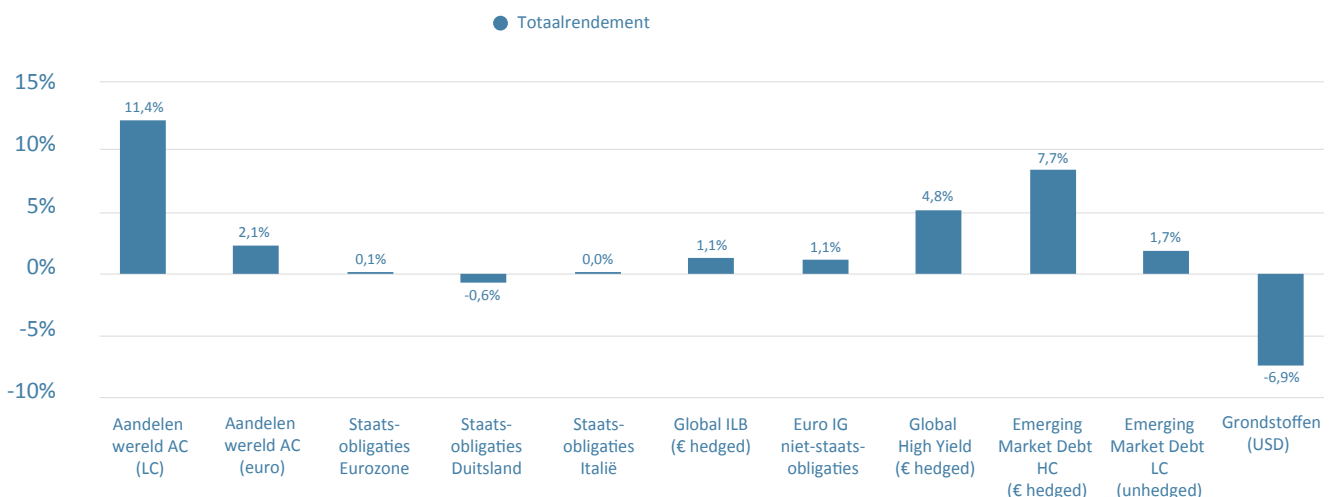
Terugblik: Reflatie in 2017

Het thema Reflatie domineerde in de eerste acht maanden van 2017 op de financiële markten. Dit ging gepaard met stijgende rentes en dalende risico-opslagen. Aandelenmarkten in lokale valuta en de risicovollere kredietcategorieën noteerden aantrekkelijke totaalrendementen, terwijl het rendement op de andere beleggingscategorieën laag tot negatief was. In figuur 7 staan de totaalrendementen weergegeven. Risicovolle beleggingen stegen onder aanvoering van de aandelenmarkten. De sterke winstgroei leidde tot een totaalrendement van meer dan 10% in lokale valuta. Door de sterke appreciatie van de euro was het totaalrendement in euro's een stuk lager. Vooral aandelen opkomende markten deden het goed door het economische herstel en de gunstige initiële waardering. Net als aandelen profiteerden ook kredietobligaties van het positieve sentiment. Over de hele linie daalden de risico-opslagen waardoor kredietobligaties tot nu toe een plus noteren in 2017. Door de gunstige macro-economische ontwikkelingen verdween

de deflatie-angst naar de achtergrond. Gecombineerd met de afgenomen politieke risico's liepen de risicovrije renteniveaus wat op. Vorig jaar augustus was de Duitse 10-jaarsrente nog negatief (-0,1%) en eind 2016 lag deze op een niveau van 0,21%. Ultimo augustus 2017 bedroeg de Duitse kapitaalmarktrente 0,36%. Duitse staatsobligaties noteerden dan ook een licht negatief totaalrendement over de eerste acht maanden van 2017. Maar ondanks de sterke groeicijfers en de gestegen inflatie blijft de Duitse kapitaalmarktrente in historisch perspectief laag. Hetzelfde geldt voor de 30-jaarsswaprente. Het ruime ECB-beleid is de belangrijkste oorzaak van de aanhoudend lage renteniveaus. De lage beleidsrente en het opkoopprogramma drukken de rentes over de hele linie. Hetzelfde geldt voor de rentes in de niet-kernlanden en voor investment grade credits. Ook deze beleggingscategorieën hadden baat bij de opkoopwoede van de ECB. De teruglopende olieprijs zorgde uiteindelijk voor een min voor de beleggingscategorie grondstoffen. De aanhoudend hoge olievoorraden zetten druk op de olieprijs. De basismetalen daarentegen profiteerden van de gunstige macro-economische omgeving en stegen gemiddeld genomen in waarde. De euro kende een comeback in 2017. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar steeg de gezamenlijke Europese munt met meer dan 10%. Maar ook ten opzichte van het Britse pond, Japanse yen en de opkomendemarktenvaluta's apprecieerde de euro. Hierdoor waren de totaalrendementen van niet-eurobeleggingen in euro's gemeten lager dan in lokale valuta. Dit gold bijvoorbeeld ook voor schuldpapier uit opkomende landen in lokale valuta (EMD LC).

FIGUUR 7 TOTAALRENDEMENT IN 2017 (T/M ULTIMO AUGUSTUS)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Verwachtingen liquide beleggingen

In figuur 8 staan de Dynamische Asset Allocatie (DAA) verwachtingen voor de middellange termijn en de aantrekkelijkheid van de liquide beleggingscategorieën uitgaande van ons basisscenario Reflatie (zie box *Reflatie en trends*). Per saldo is nog steeds sprake van een laagrendementsomgeving. Ten opzichte van vorig jaar liggen de verwachte rendementen voor de verschillende beleggingscategorieën dicht bij elkaar. De verwachte rendementen voor de risicovollere beleggingen zijn overwegend lager dan een jaar geleden. Aandelenmarkten verdisconteren een sterk winstherstel en risico-opslagen op de verschillende kredietcategorieën zijn gedaald. De opgelopen waarderingen bieden steeds minder ruimte voor tegenvallers. Vanwege de per saldo gestegen renteniveaus is het verwachte totaalrendement voor staatsobligaties uit de kernlanden licht hoger dan vorig jaar, maar nog steeds zeer laag. Op termijn verwachten we een geleidelijke rentestijging, maar voorlopig blijven renteniveaus naar verwachting laag omdat de normalisatie van het monetaire beleid heel geleidelijk plaatsvindt en de inflatie gematigd blijft. Beleggingen uit de opkomende landen zijn relatief gezien aantrekkelijker gewaardeerd dan beleggingen uit de ontwikkelde markten. In de special *Modelbeleid in een laagrendementsomgeving: uitruil tussen balans & rendement* beschrijven we de beleggingsimplicaties in de huidige laagrendementsomgeving.

DAA-rendementen in perspectief

In figuur 9 zetten we de verwachte DAA-rendementen af tegen het rendement over de afgelopen vijf jaar. De DAA-verwachting moet gezien worden als een 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 voortschrijdende vijfjaarsrendementen op jaarbasis. 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. Voor staatsobligaties zijn de verwachte totaalrendementen lager dan de rendementen die we de afgelopen vijf jaar hebben gezien. Door de huidige lage renteniveaus worden de rendementen uit het verleden niet meer geëvenaard en ligt de verwachting buiten of aan de onderkant van de historische bandbreedte. Dit geldt voor zowel de kernlanden als de niet-kernlanden. Dit is ook van toepassing op inflatiegerelateerde obligaties en investment grade credits. Omdat de kasgeldrente nu al jaren laag is, ligt de DAA-verwachting in de buurt van

FIGUUR 8 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO AUGUSTUS 2017)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten (\$)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	8,00%	Aantrekkelijk gewaardeerd en economische opleving zichtbaar
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			6,00%	Aantrekkelijke renteniveaus ten opzichte van ontwikkelde markten
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			6,25%	Economisch herstel draagt bij aan sterke verwachte winstgroei
Aandelen Ontwikkelde Markten (LC)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Gematigd verwacht rendement voor de middellange termijn
Aandelen VS (\$)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			3,25%	Benedengemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			2,00%	Risico-opslag schommelt rond de historische mediaan
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			1,75%	Risico-opslag is laag, maar faillissementsverliezen zijn momenteel beperkt
Aandelen Japan (¥)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			2,00%	Rendementsverloop zeer gevoelig voor Japans monetair beleid
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			2,00%	Verwacht opwaarts potentieel voor de olieprijs is beperkt
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door zeer ruim ECB-beleid
Investment Grade Credits	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Laag verwacht rendement, maar ondersteuning door ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Lage renteniveaus en gevoelig voor politieke risico's
Global ILB	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			- 0,25%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■		- 1%	- 1,00%	Laag 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 vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (GHY, EMD HC en Global ILB), tenzij anders vermeld. De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

het gerealiseerde rendement in de afgelopen jaren. Binnen vastrentende waarden verwachten we dat alleen schuldpapier uit opkomende landen in lokale valuta (EMD LC) de komende jaren een hoger totaalrendement genereert in euro's dan over het afgelopen halve decennium. Het verwachte rendement voor deze beleggingscategorie ligt in het midden van de historische bandbreedte. Het verwachte rendement voor aandelen ligt lager dan de gerealiseerde rendementen over de afgelopen vijf jaren. Dit komt door de opgelopen waardering. Alleen voor aandelen opkomende markten verwachten we een hoger rendement, al is deze verwachting in historisch perspectief niet extreem. Voor grondstoffen verwachten we enig 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 beleidsrente van de ECB bevindt zich nog steeds op het historisch lage niveau van 0%. De depositorente is negatief en bedraagt -0,4%. De ECB heeft meerdere malen aangegeven dat de beleidsrentes nog langere tijd laag zullen blijven nadat het opkoopprogramma beëindigd wordt. We verwachten dat de ECB gedurende 2018 het opkoopprogramma zal stopzetten. De

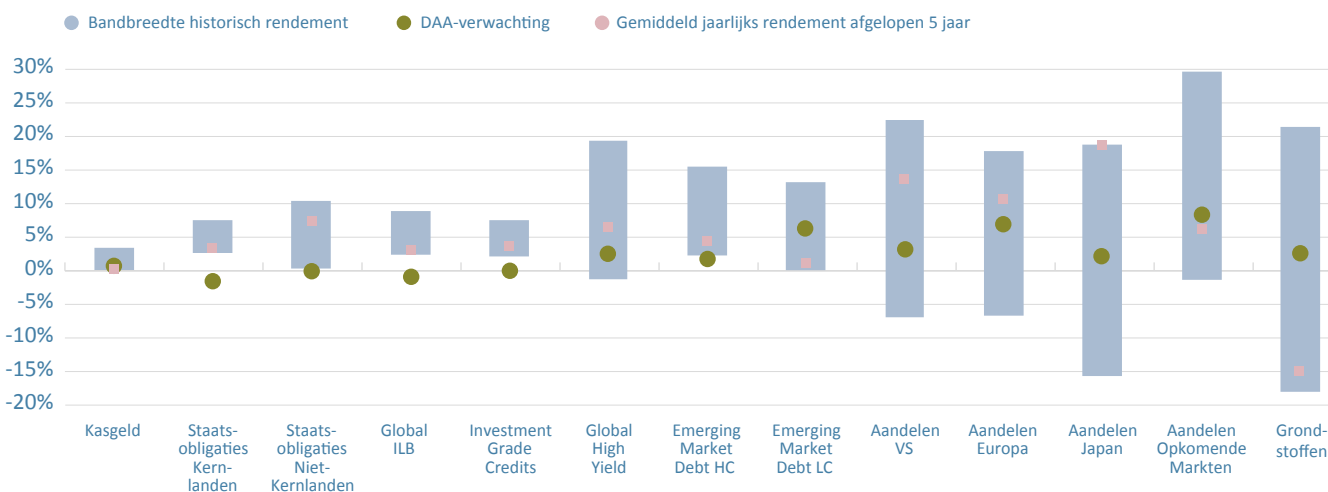
timing daarvan hangt vooral af van de inflatieontwikkelingen. Een eventuele verhoging van de beleidsrente zal geleidelijk plaatsvinden en pas geruime tijd na afronding van het opkoopprogramma. De kasgeldrente zal de komende jaren dan ook nog laag blijven en daarmee ook het verwachte rendement.

Staatsobligaties kernlanden

In lijn met de verwachting voor kasgeld verwachten we dat de kapitaalmarktrenteniveaus in de eurozone de komende jaren laag blijven. Duitse staatsobligaties met een looptijd van minder dan acht jaar hebben nog steeds een negatieve rente (zie figuur 10). Binnen ons basisscenario Reflatie verwachten we wel dat op middellange termijn de renteniveaus de weg omhoog weten te vinden. Voortgaand economisch herstel en gematigd oplopende inflatie zullen op termijn leiden tot hogere renteniveaus. De kans op deflatie is afgenomen. Op korte termijn drukt het ECB-beleid de kapitaalmarktrentes. We verwachten dat de Duitse 10-jaarsrente zal stijgen naar 2% over vijf jaar. Dit leidt tot een negatief verwacht totaalrendement voor staatsobligaties uit de kernlanden. Ondertussen blijven rentemarkten zeer gevoelig voor uitspraken en het beleid van centrale banken. De afbouw van het ECB-opkoopprogramma kan potentieel tot een renteschok leiden.

FIGUUR 9 DAA-VERWACHTINGEN TEN OPZICHTE VAN HISTORISCHE RENDEMENTEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



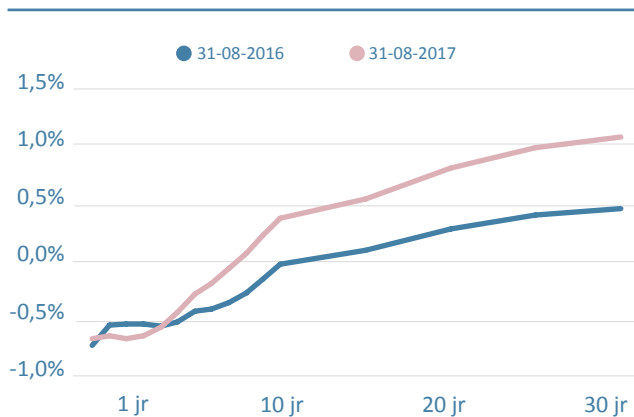
De verwachte DAA-rendementen en de rendementen over de afgelopen vijf jaar zijn meetkundige jaarrendementen per ultimo augustus. De bandbreedte is opgebouwd uit het minimum en maximum meetkundig jaarrendement berekend over een rollende 5-jaarsperiode van de betreffende beleggingscategorie over de periode 1998-2017. Duitse staatsobligaties zijn als proxy gebruikt voor staatsobligaties kernlanden en Italiaanse staatsobligaties voor staatsobligaties niet-kernlanden.

Staatsobligaties niet-kernlanden

De renteniveaus van staatsobligaties uit de niet-kernlanden liepen in de eerste acht maanden van 2017 per saldo licht op. Door de Franse verkiezingsuitslag en een oplossing voor enkele noodlijdende banken daalden de risico-opslagen ten opzichte van Duitsland in het tweede kwartaal. Recentelijk zijn deze weer wat opgelopen. Door de hogere renteniveaus dan bij de staatsobligaties van de kernlanden is het verwachte rendement voor de komende jaren hoger. Hierbij gaan we in ons basisscenario uit van een gematigde rentestijging. De politieke risico's zijn afgenomen, maar nog niet verdwenen. Vooral Italië blijft een punt van zorg (zie box *Reflatie en trends*). Op korte termijn is verandering van het ECB-beleid een risico. In de eurozone hebben vooral de perifere landen baat gehad bij het opkoopprogramma van de ECB. De vraag is of de renteniveaus laag blijven indien de belangrijkste koper van perifere staatsobligaties straks wegvault. Dit kan leiden tot heftige rentebewegingen. De per saldo nog steeds lage renteniveaus bieden weinig bescherming om verliezen te absorberen.

FIGUUR 10 DUITSE RENTETERMIJNSTRUCTUUR

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Global ILB

Het rendement op inflatiegerelateerde obligaties wordt bepaald door de ontwikkeling van de reële rente en de ontwikkeling van de inflatie. Beide liggen momenteel wereldwijd op een laag niveau. De belangrijkste valutablokken in de wereldwijde index voor inflatiegerelateerde obligaties zijn de Amerikaanse dollar, het Britse pond en de euro. In de Verenigde Staten is de reële rente positief, maar ligt deze wel fors onder het langjariggemiddelde. De inflatie is geleidelijk opgelopen en nadert de doelstelling van de Fed. In de eurozone is de reële rente negatief en de inflatie laag. Ook in het Verenigd Koninkrijk is al geruime tijd sprake van negatieve reële rentes. De Britse inflatie en inflatieverwachtingen liggen echter wel hoger dan die in de eurozone. Naar verwachting zullen de reële rentes komende jaren wereldwijd geleidelijk oplopen, al zal de stijging gematigd zijn. Ook de inflatie zal naar verwachting geleidelijk oplopen richting de doelstelling van de centrale banken. De stijging van de reële rente pakt negatief uit voor het verwachte rendement. Dit wordt gedeeltelijk gecompenseerd door de stijgende inflatievergoeding. Per saldo resulteert voor wereldwijde inflatiegerelateerde obligaties een licht negatief verwacht totaalrendement (afgedekt naar euro's).

Investment grade credits

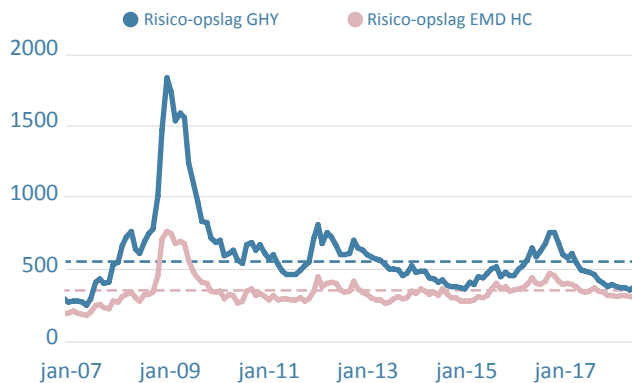
Naast staatsobligaties koopt de ECB sinds juni 2016 ook investment grade bedrijfsobligaties op. Dit heeft een drukkend effect gehad op de risico-opslagen. Ook het economische herstel, de afgenomen politieke risico's in de eurozone en een oplossing voor enkele noodlijdende Spaanse en Italiaanse banken droegen hier aan bij. De totale *yield* is ten opzichte van een jaar geleden wat opgelopen omdat de risicovrije rente gestegen is. Desondanks bevindt de rente zich nog steeds op een laag niveau. Hierdoor zijn ook voor deze beleggingscategorie de vooruitzichten zeer gematigd.

Global High yield

High yield obligaties profiteerden van het positieve sentiment op de financiële markten. De risico-opslag daalde verder tot het laagste niveau sinds 2014 (zie figuur 11). De risico-opslag bevindt zich nu ruim onder het historische langetermijngemiddelde. De daling tot dit lage niveau wordt vooralsnog gerechtvaardigd door de lage en de dalende niveaus van de mate van wanbetalingen. High yield oogt echter wel kwetsbaar als het economische momentum draait. Zo zijn de schuld niveaus het afgelopen jaar toegenomen en de kredietcondities verslechterd. Het verwachte rendement voor de middellange termijn is dan ook laag, mede door de verwachte stijging van de risico-opslag.

**FIGUUR 11 RISICO-OPSLAGEN ZIJN GEDAALD
(GESTIPPELDE LIJN IS HISTORISCHE
MEDIAAN, IN BPS)**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Emerging Market Debt

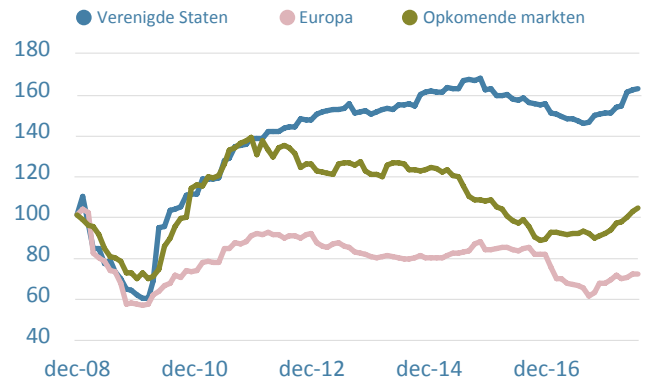
Obligaties van opkomende landen kenden het afgelopen jaar een volatiel verloop, mede door de verkiezingsoverwinning van Trump. Door het uitblijven van handelsbeperkingen, de aantrekkende wereldhandel en de terughoudendheid van de Fed, herstelden de beleggingen van de opkomende landen zich van de eerder opgelopen verliezen. De risico-opslag voor schuld papier in harde valuta (EMD HC) daalde het afgelopen jaar (zie figuur 11). Per saldo zijn de renteniveaus nog steeds relatief hoog ten opzichte van de niveaus in de eurozone. Hierdoor blijft deze beleggingscategorie relatief aantrekkelijk ten opzichte van andere vastrentende waarden, zelfs na het afdekken van het dollarvalutarisico. Zeker nu de macro-economische situatie in diverse opkomende landen verbetert en de normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid geleidelijk zal plaatsvinden. Door de appreciatie van de euro ten opzichte van de valuta's van de opkomende landen, stond het totaalrendement van schuld papier in lokale valuta (EMD LC) in euro's gemeten onder druk. In lokale valuta was sprake van een aanzienlijk positiever rendement dan in euro's. Gemiddeld genomen daalden de renteniveaus in de opkomende landen. De rendementsvooruitzichten van deze categorie zijn nog steeds relatief gunstig. Ondanks de gedaalde rentes zijn deze niveaus, ook in reële termen, nog steeds aantrekkelijk. Daarnaast is de waardering van de valuta's uit de opkomende landen gemiddeld genomen gunstig.

Aandelen

Het verwachte rendement op aandelen is gedaald ten opzichte van vorig jaar. Aandelen krijgen wel nog de voorkeur boven de veilige vastrentende waarden, maar in absolute termen zijn de verwachte rendementen in historisch perspectief laag.

**FIGUUR 12 WINST PER AANDEEL GESTEGEN
HET AFGELOPEN JAAR (MSCI DATA
GEÏNDEXEERD NAAR 100 PER ULTIMO 2008)**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Aandelen hebben hoge rendementen behaald, zowel door oplopende waarderingen als door winstgroei die eindelijk op stoom is gekomen. Hierbij zijn er wel grote regionale verschillen. Amerikaanse aandelenindices tikten recentelijk nieuwe recordniveaus aan. Toch is er geen sprake van een euforische stemming. De koersstijgingen worden niet breed gedragen. Aandelenkoersen worden vooral door de sector informatietechnologie en de financiële waarden omhoog gestuwd. Amerikaanse aandelen zijn relatief duur na de hoge rendementen van afgelopen jaren en daarom is de rendementsverwachting voor de middellange termijn zeer gematigd. De winstmarges zijn momenteel hoog. Mede door de krapte op de arbeidsmarkt zal het voor Amerikaanse bedrijven een uitdaging zijn om de winstgroei op peil te houden. Voor Europese aandelen en aandelen uit de opkomende landen liggen de verwachte rendementen hoger. Vooral aandelen opkomende markten zijn aantrekkelijk, al is het verwachte totaalrendement gedaald ten opzichte van vorig jaar. Gecombineerd met het economische herstel in deze regio is de jarenlange underperformance ten opzichte van de ontwikkelde landen ten einde. In Europa is er eindelijk sprake van winstgroei na jaren van winstdalingen (zie figuur 12). Europese aandelen profiteren van de aantrekkende wereldhandel en de monetaire stimulansen. De recente stijging van de euro kan de komende periode voor druk zorgen op de winstgroei van de bedrijven met grote blootstelling buiten Europa. De Japanse aandelenmarkt wordt sterk gedreven door het monetaire beleid en daarmee door de waardeverandering van de Japanse yen. Voor alle aandelenmarkten zal het verwachte rendement vooral uit dividend en winstgroei komen.

Grondstoffen

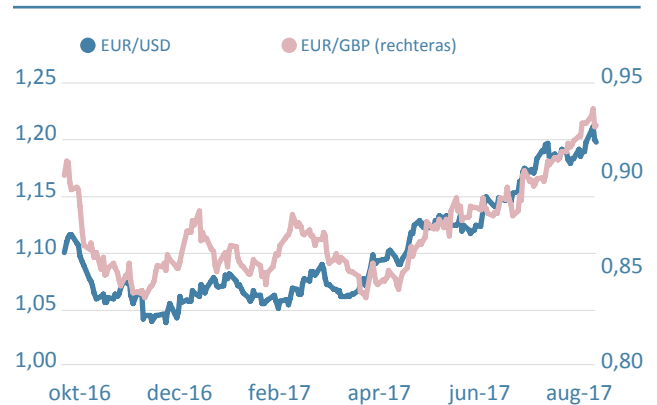
Het vorig jaar ingezette herstel van de olieprijs stakte dit jaar. In januari steeg de prijs van een vat Brent olie richting \$60 per vat. In het tweede kwartaal van dit jaar werd deze stijging weer ongedaan gemaakt. De aanhoudend hoge olievoorraden en het toenemende aanbod van olie zorgden voor druk op de olieprijs. Momenteel schommelt de olieprijs rond de \$50 per vat. De vraag- en aanbodverhoudingen op de oliemarkt komen nu wel meer in balans waardoor de hoge voorraden geleidelijk aan afnemen. De wereldwijde vraag naar olie stijgt nog steeds gedreven door de positieve economische groei. Dit heeft ook geleid tot prijsstijgingen van andere grondstoffen, zoals de basismetalen. Het verwachte rendement op grondstoffen blijft echter beperkt. Het verwachte rendement op het onderpand is laag en het rolrendement, het rendement als gevolg van het periodiek doorrollen van de futures, is gemiddeld genomen licht negatief. De verwachte spotprijsstijging compenseert dit maar ten dele. Het opwaarts potentieel voor de olieprijs lijkt beperkt voor de middellange termijn. De olieproductie, vooral schalieolie uit de Verenigde Staten, kan snel opgevoerd worden bij hogere prijzen. Hierdoor ligt een structureel hoge olieprijs, zoals we in het verleden hebben gezien, niet voor de hand.

Valuta

Na de verkiezingsoverwinning van Trump vorig jaar steeg de Amerikaanse dollar. Ten opzichte van de euro werd een niveau bereikt van net onder de 1,04. Sinds begin van dit jaar staat de Amerikaanse dollar echter onder druk en apprecieerde vooral de euro sterk ten opzichte van de Amerikaanse munt. De euro profiteerde van gunstige economische ontwikkelingen, afnemende politieke risico's en anticipatie op afbouw van het ruime monetaire beleid. Eind augustus schommelde de koers van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro onder de 1,20 (zie figuur 13). Ook het Britse pond en de Japanse yen verzwakten ten opzichte van de euro. De voorgenomen brexit speelt de Britse munt parten. Het monetaire beleid is nog steeds zeer ruim in Japan waardoor de waarde van yen gedrukt wordt. Het monetaire beleid zal sowieso een dominante *driver* blijven van de verschillende valuta's. Anticipatie op divergentie of convergentie van het monetaire beleid zal een belangrijke rol spelen voor toekomstige valutabewegingen.

FIGUUR 13 EURO STIJGT IN WAARDE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Dynamische Asset Allocatie

Binnen ons DAA-beleid geven we de voorkeur aan aandelen ten koste van de veilige vastrentende waarden. Momenteel hanteren we een 1%-overweging op aandelen opkomende markten ten koste van euro-staatsobligaties. Het verwachte rendement op aandelen opkomende markten is relatief aantrekkelijk en ondanks de opgelopen kapitaalmarktrente in de eurozone blijven de rendementsverwachtingen voor euro-staatsobligaties zeer laag. Over de eerste acht maanden van dit jaar hebben de DAA-posities positief bijgedragen aan het resultaat. Vooral de overweging van aandelen opkomende markten droeg positief bij. In de special *Modelbeleid in een laagrendementsomgeving: uitrust tussen balans & rendement* gaan we dieper in op het samenstellen van een beleggingsportefeuille in de huidige laagrendementsomgeving.

Verwachtingen illiquide beleggingen

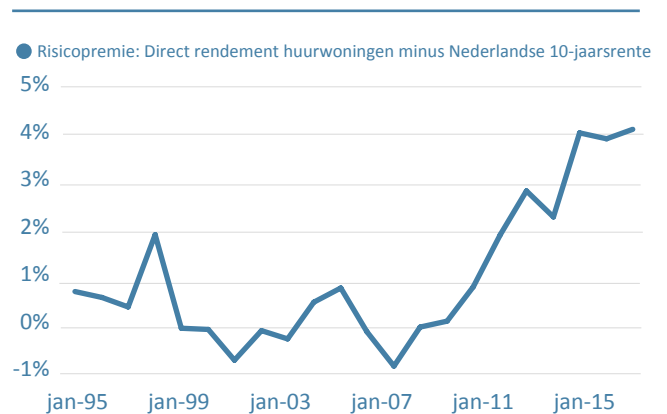
Onder de illiquide beleggingen vallen onder meer direct vastgoed, hypotheek, infrastructuur, private equity en hedge funds. Illiquide beleggingen worden niet actief meegenomen in het DAA-beleid. Door hun lage liquiditeit, hoge aan- en verkoopkosten en de langjarige aan- en verkoopprogramma's zijn deze beleggingen niet geschikt om actief mee te sturen. Hieronder lichten wij de langjarige verwachtingen voor de verschillende illiquide beleggingscategorieën kort toe. Alle verwachte rendementen zijn na kosten.

Direct vastgoed Nederland

Vastgoed is de belangrijkste beleggingscategorie binnen de risicocategorie Real Assets (zie hoofdstuk 4). Het totaalrendement op vastgoed is opgebouwd uit twee componenten: het direct rendement (de huurinkomsten) en het indirect rendement (de waardeverandering van het onderliggende vastgoed). Na de financiële crisis ging de Nederlandse vastgoedmarkt door een aantal moeilijke jaren met forse afboekingen op de waarde van het vastgoed. Bij kantoren en winkels ging dit gepaard met een oplopende leegstand wat de huurinkomsten raakte. Sinds 2014 veert de vastgoedmarkt in Nederland sterk op door de combinatie van zeer lage kapitaalmarktrentes, economisch herstel en sterke beleggersvraag naar vastgoed. Het relatief hoge en stabiele directe rendement op vastgoed biedt beleggers een interessant alternatief voor obligaties. Het verschil tussen het direct rendement op Nederlands vastgoed en de Nederlandse 10-jaarsrente ligt, vooral door de zeer lage rente, op een historisch hoog niveau (zie figuur 14). Mede door de sterke vraag loopt de waarde van het vastgoed de laatste jaren weer op. Vooral in het huurwoningensegment is sprake van sterke prijsstijgingen. Doordat de vraag naar vrijesectorhuurwoningen groter is dan het aanbod, zitten ook de huren in de lift. Naar verwachting houdt de positieve omgeving voor huurwoningen de komende jaren aan. Ook op de kantorenmarkt verbetert

FIGUUR 14 RISICOPREMIE NEDERLANDSE HUURWONINGEN OP HOOG NIVEAU

Bron: MSCI/IPD, Bloomberg, Achmea IM



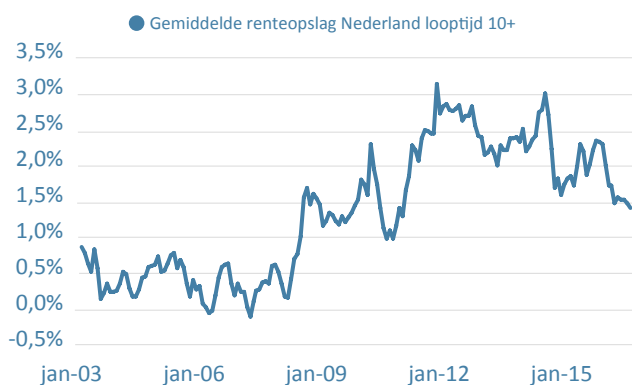
de situatie. Wel blijft er sprake van een tweedeling tussen de goede locaties en de slechte locaties. De leegstand op de slechte locaties blijft hoog, maar de betere locaties profiteren van de aantrekkende economie. Ook in het winkelvastgoed is sprake van een groot verschil tussen de goede en slechte locaties. De slechtere winkellocaties zijn problematisch door de snel veranderende Nederlandse detailhandel. Door ontwikkelingen als de vergrijzing en de opkomst van online-winkelen, ondergaat het winkellandschap 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 5% tot 6% per jaar. De bulk van dit rendement komt uit de huurinkomsten. De renteontwikkeling vormt het grootste risico voor deze vooruitzichten. Wanneer de kapitaalmarktrente sterker stijgt dan verwacht, kan dit de vastgoedmarkt raken. Een aanhoudend lage rente kan via een doorzettende zoektocht naar rendement echter zorgen voor verder oplopende vastgoedprijzen.

Nederlandse Woninghypotheken

Een hypotheek is een geldlening met onroerend goed als onderpand. Het beleggen in hypotheek gaat via gespecialiseerde fondsen of mandaten. Hypotheken zijn een illiquide belegging waarvan de managementkosten hoger zijn dan van een kredietobligatieportefeuille met een vergelijkbaar risicoprofiel. Nederlandse hypotheek hebben zich na de financiële crisis van 2008-2009 ontwikkeld tot een populaire categorie bij institutionele beleggers. Hiervoor zijn twee belangrijke oorzaken. Ten eerste daalde de rente op staatsobligaties naar historisch lage niveaus. Ten tweede steeg de risico-opslag op hypotheek naar historisch hoge niveaus. In combinatie met hun hoge mate van veiligheid maakte dit van hypotheek een aantrekkelijk alternatief voor staatsobligaties en investment grade credits. Voor het verwachte rendement is de hoogte van de hypotheekrente de bepalende factor. De hypotheekrente is opgebouwd uit de swaprente en een risico-opslag. De swaprente is gestegen, maar het absolute niveau is nog steeds laag. De risico-opslag is afhankelijk van de looptijd en het risicoprofiel van de hypotheek. Per saldo zijn de risico-opslagen voor hypotheek het afgelopen jaar gedaald. Dit komt onder meer door de toegenomen concurrentie. De hypotheekrente ligt momenteel, al naar gelang het risicoprofiel, ongeveer 100 tot 150 basispunten boven de swaprentes met een vergelijkbare looptijd (zie figuur 15). Daarmee bieden hypotheek nog steeds een relatief aantrekkelijke risico-opslag. Dit zien we terug in het verwachte rendement voor hypotheek. Dat is met ongeveer 1,5% tot 2% absoluut laag, maar relatief is het daarmee nog steeds één van de aantrekkelijkere veilige vastrentende categorieën.

FIGUUR 15 HYPOTHEEKOPSLAG DAALT GESTAAG

Bron: DNB, Bloomberg, Achmea IM



Infrastructuur

De beleggingscategorie infrastructuur omvat investeringen in fysieke voorzieningen die essentieel zijn voor het goed functioneren van de maatschappij en economie. Beleggingen in infrastructuur lopen via fondsen waarvan de structuur sterk lijkt op die van private equity. Infrastructuur is een heterogene illiquide beleggingscategorie die een breed palet aan sectoren en stijlen omvat. Wij geven de voorkeur aan de zogenaamde core infrastructuur in de ontwikkelde landen. Kenmerkend voor deze infrastructuur zijn de stabiele, langlopende en veelal inflatiegerelateerde kasstromen. Op basis van deze karakteristieken maakt infrastructuur onderdeel uit van de risicocategorie Real Assets (zie hoofdstuk 4). In deze rol staat infrastructuur in de portefeuille opgesteld om de inflatiegevoeligheid te verhogen en de diversificatie te verbeteren. Door de zoektocht naar rendement en het streven naar betere diversificatie, profiteert infrastructuur van een toenemende belangstelling onder institutionele beleggers. Het aanbod van nieuwe infrastructuurprojecten is echter beperkt en reageert nauwelijks op de toegenomen beleggersvraag. Dit betekent dat bij veel beleggers het portefeuillegewicht nog onder het strategisch streefgewicht ligt. Door de grote vraag in combinatie met de daling van de renteniveaus zijn de waarderingen van infrastructuurprojecten de laatste jaren gestaag opgelopen. Dit maakt het moeilijker om geschikte infrastructuurprojecten te vinden tegen een aantrekkelijke prijs. Het rendement op infrastructuur bestaat uit twee componenten: het direct rendement en het indirecte rendement. De directe component of cash *yield* bestaat uit de kasstromen. De groei van de kasstromen is veelal gerelateerd aan de ontwikkeling van de inflatie. De cash *yield* op infrastructuur is de laatste jaren gestaag gedaald. De indirecte component van het rendement volgt uit de waardeverandering van het project. Doordat de rente de komende jaren naar verwachting licht zal oplopen, kan deze component potentieel onder druk komen te staan. Het verwachte totaalrendement voor core infrastructuur over de komende jaren bedraagt 5% tot 5,5%.

Private equity

Private equity is een actieve en illiquide beleggingscategorie met een langetermijnhorizon. Veel investeerders beleggen in private equity door deel te nemen in zogenaamde *closed-end* private equity fondsen. Hierbij wordt door de manager van het fonds geïnvesteerd in niet-beursgenoteerde ondernemingen. Een belegger zit in principe de hele looptijd, veelal 10 jaar plus mogelijke verlengingen, vast aan het fonds. Bij private equity is de expertise van de fondsmanager van groot belang voor het behalen van een goed rendement. Door de structuur van een private-equitybelegging is ook het *vintage year* (aanvangsjaar) van het fonds een belangrijke bepalende factor voor het uiteindelijke rendement. Het *vintage year* verwijst naar het jaar waarin daadwerkelijk wordt begonnen met investeren. 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 goede periode wat betreft totaalrendementen achter de rug. Door de hoge historische rendementen en de lage renteomgeving is de interesse onder beleggers voor private equity de afgelopen jaren verder toegenomen. Door investeerders zijn grote bedragen aan verplichtingen (*commitments*) afgegeven aan private equity fondsen. Dit betekent dat er inmiddels grote bedragen aan de zijlijn klaar staan om belegd te worden. De laatste jaren zijn de waarderingen van publieke en private bedrijven gestaag opgelopen. Tot op heden hebben private equity managers zich niet laten verleiden om op grote schaal, tegen elke waardering, te investeren. Doordat de afgelopen jaren veel kapitaal is opgehaald, bestaat echter het gevaar dat bij een aantal fondsmanagers de druk om te investeren toeneemt. Op lange termijn behaalt private equity gemiddeld genomen een 3% netto excesrendement boven dat op de beursgenoteerde aandelen ontwikkelde landen. Belangrijke randvoorwaarden om aan deze verwachting te voldoen zijn wel een goede managersselectie en een goede spreiding van de portefeuille over *vintage years* en investeringsstijlen. De opgelopen bedrijfswaarderingen leiden tot lagere verwachte rendementen op de middellange termijn. Wij verwachten een totaalrendement van circa 7% per jaar, 3%-punt boven beursgenoteerde aandelen.

Hedge funds

Hedge funds zijn een heterogene beleggingscategorie die bestaat uit een groot aantal uiteenlopende actieve beleggingsstrategieën. De karakteristieken van deze strategieën, zoals het rendement, de volatiliteit en de correlaties, verschillen sterk van elkaar. Wij zien voor hedge funds vooral een rol weggelegd als bron van diversificatie en risicoreductie binnen de portefeuille. Daarom beleggen wij in de hedgefundstrategieën Global Macro en CTA (*trend following*). Deze strategieën zijn geselecteerd vanwege hun goede diversifiërende eigenschappen. Deze goede diversificatie heeft een fundamentele oorzaak. In tegenstelling tot de meeste andere beleggingscategorieën zijn Global Macro en CTA relatief ongevoelig voor veranderingen in de economische groei en inflatie. Ze staan in plaats daarvan bloot aan niet-gecorrleerde risicofactoren, zoals momentum en alpha, het rendement dat voortvloeit uit de *skill* van de manager. De beleggingsomgeving was de afgelopen jaren uitdagend voor Global Macro en CTA-strategieën. De rente lag op bodemniveau, de volatiliteit op de financiële markten was historisch laag en de correlatie tussen de verschillende beleggingscategorieën was hoog. Terwijl de rendementen op aandelen en obligaties relatief hoog waren, stonden de rendementen op hedge funds onder druk. Vooral CTA's, die hun rendement halen uit trendmatige markten, hadden het moeilijk. Ook voor de komende jaren verwachten we nog lage absolute rendementen. Het verwachte rendement op hedge funds schatten we met 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 prudente schatting voor deze opslag van circa 3% na kosten. Doordat het rendement op kasgeld de komende jaren tussen de 0% en 0,5% ligt, bestaat het verwachte totaalrendement op hedge funds grotendeels uit de opslag. Daarmee is het verwachte rendement op hedge funds absoluut gezien nog steeds laag, maar relatief ten opzichte van vooral de vastrentende categorieën is dit een aantrekkelijk verwacht rendement. In combinatie met de goede diversifiërende eigenschappen blijven hedge funds daarom een waardevolle toevoeging aan de portefeuille.

3 Inflatie: een vergeten portefeuillerisico

“Adding inflation linked bonds to most traditional portfolios can have a radically bigger beneficial impact than any other single shift.” Bridgewater, maart 2017

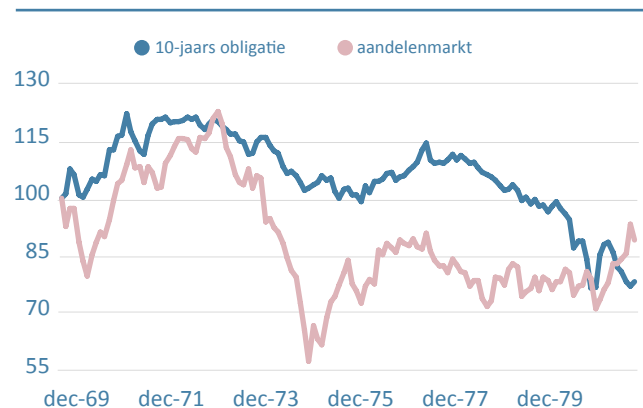
Ondanks de aantrekkende economie en het extreem ruime monetaire beleid van de centrale banken, blijft de (kern) inflatie hardnekkig laag. Deze lage inflatie is een wereldwijd fenomeen. In de Investment Letter van juni 2017 hebben we laten zien dat inflatie echter een niet te negeren risico is³. Inflatie kan immers desastreus uitpakken op de koopkracht van het vermogen. Daarom maken inflatiegevoelige beleggingen een integraal onderdeel uit van onze Achmea IM modelportefeuille. In deze special staan we vooral stil bij twee inflatiegevoelige beleggingscategorieën die momenteel minder populair zijn: inflatiegerelateerde obligaties (ILB) en grondstoffen (commodities).

Portefeuilles vaak kwetsbaar voor inflatie

Naast de economische groei is de inflatie één van de belangrijkste fundamentele drijvers van het rendement en risico van veel beleggingscategorieën. Bij nominale obligaties is de gevoeligheid voor inflatie het meest direct zichtbaar. Een aaneengesloten periode van hoger dan verwachte inflatie is funest voor het reële totaalrendement van een nominale obligatieportefeuille. Vooral wanneer de portefeuille bestaat uit obligaties met een lange looptijd is inflatie één van de belangrijkste risico's. Het maakt daarbij weinig uit of het gaat om staatobligaties of kredietobligaties. Voor aandelen is de inflatiegevoeligheid minder eenduidig. Over de zeer lange termijn stijgt de winstgroei mee met de inflatie. Over dergelijk langlopende periodes bieden aandelenbeleggingen dan ook inflatiebescherming. Op korte en middellange termijn domineren echter andere effecten het rendement. Fluctuaties in de verdisconteringsrente, waarin een geëiste risicopremie besloten zit, werken op korte termijn vaak veel harder door in het aandelenrendement dan een eventueel compenserend effect van hogere inflatie op de nominale winsten. Aandelen reageren in eerste instantie dan ook vaak negatief op inflatieschokken, zeker als deze gepaard gaan met tegenvallende economische groei. Onverwachte inflatieschokken pakken dus negatief uit voor de belangrijkste activa in vrijwel iedere beleggingsportefeuille: nominale obligaties en aandelen. In de praktijk betekent dit dat veel beleggingsportefeuilles kwetsbaar zijn voor inflatieschokken. Dit bleek onder meer in de jaren zeventig toen zowel aandelen als obligaties negatieve reële rendementen lieten zien (zie figuur 16).

FIGUUR 16 VERLOOP REËEL TOTAALRENDEMENT IN DE JAREN 70 (VERENIGDE STATEN)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Inflatierisico in de modelportefeuille

De beleggingsfilosofie van onze modelportefeuille leunt vooral op effectieve fundamentele diversificatie. Verwachtingen spelen een bescheiden rol bij het bepalen van de portefeuillengewichten. In plaats daarvan streven we naar een meer effectieve diversificatie door de portefeuille breed te spreiden over verschillende fundamentele risicofactoren. Hierdoor proberen we de portefeuille meer in balans te brengen. Daarom houden wij tijdens de portefeuilleconstructie rekening met inflatie, ook al zijn de inflatieverwachtingen laag. Hiervoor staat de risicofactor Inflatie opgesteld⁴ (zie ook volgend hoofdstuk). Die bestaat uit beleggingscategorieën met een positieve gevoeligheid voor inflatie. Daarnaast zorgen de beleggingen in de risicofactor Inflatie voor diversificatie binnen de totale portefeuille. Zo helpen ze om zowel de inflatiegevoeligheid als het risico-/rendementsprofiel van de portefeuille te verbeteren. De risicofactor Inflatie wordt ingevuld met drie zogenaamde risicocategorieën: Real Assets, Grondstoffen en Reële Rente. Onder de Real Assets vallen momenteel de illiquide beleggingscategorieën vastgoed en infrastructuur. De positieve gevoeligheid voor inflatie loopt bij deze categorieën vooral via geïndexeerde kasstromen. Grondstoffen omvatten de beleggingen in grondstoffenfutures. De relatie met de inflatie loopt vooral via het spotrendement: de prijsstijging van de grondstof. Tot slot omvat de risicocategorie Reële Rente de beleggingscategorie inflatiegerelateerde obligaties (ILB's). Bij deze beleggingscategorie bewegen de periodieke kasstromen en hoofdsom mee met de inflatie.

³ Zie de special *Inflatie: een niet te negeren risico* in de Achmea IM Investment Letter, *Verrassend sterk*, juni 2017.

⁴ Zie de special *Onzekerheid vraagt om diversificatie* in de Achmea IM Investment Letter, *Unheimisch*, juni 2016.

Geen inflatiehedge

Het beschermen van een portefeuille tegen inflatieschokken is niet eenvoudig. Er is geen beleggingscategorie die in alle gevallen de portefeuille beschermt tegen oplopende inflatie. Ook de beleggingscategorieën die onder de risicofactor Inflatie vallen, zijn geen pure inflatiehedges. Want naast inflatie spelen ook andere factoren een rol in het uiteindelijke totaalrendement van de betreffende belegging. Zo maken grondstoffen maar een beperkt deel uit van het mandje goederen en diensten in een inflatie-index. Real assets zijn vaak gevoelig voor de conjunctuurencyclus en de waarderingen worden beïnvloed door de hoogte van de rente. ILB's hebben een hoge duratie en zijn daardoor extra gevoelig voor schommelingen in de reële rente. De verschillende beleggingen in de drie risicocategorieën hebben dus hun eigen specifieke gevoeligheden voor de conjunctuurencyclus, de ontwikkeling van de (reële) rente en de inflatie. Juist vanwege deze onderlinge verschillen spelen ze allemaal een rol bij het verhogen van de inflatiegevoeligheid van de portefeuille. De onderlinge diversificatie verhoogt de stabiliteit. Ondanks dat deze beleggingen geen pure hedge zijn tegen inflatie, wordt de inflatiegevoeligheid van de portefeuille wel verhoogd. Dit is belangrijk vanwege twee redenen. Ten eerste zijn de traditionele beleggingen, aandelen en nominale obligaties, kwetsbaar voor onverwachte schokken in inflatie. Ten tweede zijn inflatieschokken lastig te voorspellen. Daarom horen deze beleggingen thuis in een robuuste strategische portefeuille. In de rest van deze special gaan we dieper in op ILB's en grondstoffen.

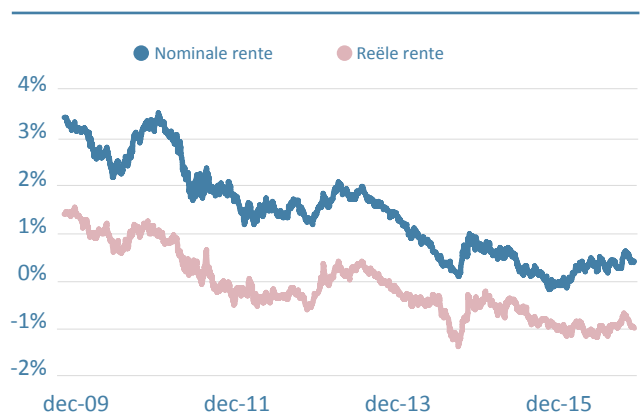
Inflatiegerelateerde obligaties hebben meerwaarde

Sinds de jaren 90 zijn ILB's sterk in opkomst en er bestaat een relatief breed gespreide wereldwijde markt. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk zijn echter dominant. Een belangrijk verschil met een nominale obligatie is dat bij een ILB de coupon en de hoofdsom beschermd worden tegen inflatie. Dit wordt bereikt door de inkomsten uit te splitsen in twee componenten: een reële coupon en een vergoeding voor de gerealiseerde inflatie. De reële coupon en de hoofdsom worden periodiek verhoogd met de gerealiseerde inflatie. Hieruit volgt ook de meerwaarde van ILB's voor de portefeuille. Door de inflatiecorrectie wordt de belegger beschermd tegen periodes met onverwacht hoge inflatie. Een ander voordeel van ILB's is dat het een goede bescherming biedt tegen negatieve schokken in de economische groei. Dergelijke schokken gaan normaliter gepaard met een daling van de reële rente. Daarmee zijn ILB's vergelijkbaar met nominale obligaties. Een ILB heeft echter een voordeel ten opzichte van de nominale tegenhanger dat vooral zichtbaar wordt in periodes met lage nominale rentes. Het rendementspotentieel van nominale obligaties is asymmetrisch. De rente kan nog maar beperkt dalen uitgaande van een ondergrens van 0% (*zero bound*). We hebben vorig jaar nog gezien dat nominale kapitaalmarktrentes ook negatief kunnen worden, maar we verwachten dat hier een limiet aan

zit. Dit ondermijnt de bescherming die nominale obligaties bieden bij negatieve groeischokken. De reële rente heeft hier geen last van omdat er geen *zero bound* ondergrens is (zie figuur 17). De inflatie kan immers (veel) hoger zijn dan de nominale rente. Het rendementspotentieel voor ILB's is dus minder asymmetrisch. ILB's renderen dus goed in een omgeving van hoger dan verwachte inflatie en tegenvallende economische groei. In een dergelijk economisch klimaat staan de meeste andere beleggingen juist onder druk. Hierdoor zijn ILB's een aantrekkelijke aanvulling op de strategische beleggingsallocatie.

FIGUUR 17 NOMINALE EN REËLE 10-JAARSRENTE DUITSLAND

Bron: Bloomberg, Achmea IM



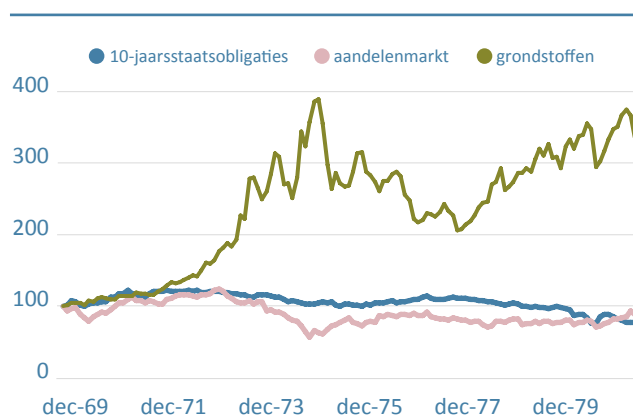
Grondstofprijzen en inflatie

Ook grondstoffen spelen een belangrijke rol bij zowel het beschermen van de portefeuille tegen inflatieschokken als bij het verbeteren van de portefeuillediversificatie. Doordat grondstofgerelateerde goederen onderdeel uitmaken van het mandje producten en diensten op basis waarvan de inflatie wordt berekend, is er een directe relatie tussen grondstofprijzen en de inflatie. In het verleden zijn grondstoffen ook met enige regelmaat de oorzaak geweest van periodes waarin inflatie werd veroorzaakt door aanbodschokken. Voorbeelden hiervan zijn de twee oliecrises van 1973 en 1979. Grondstoffen zijn echter niet alleen een oorzaak van inflatie. Ze kunnen ook versterkt reageren op vraaggerelateerde inflatie. De vraag-/aanbodverhouding van grondstoffen is relatief inelastisch. In tijden waarin de vraag naar grondstoffen sterk toeneemt, reageert het aanbod slechts met vertraging. Het kost immers relatief veel tijd om productiecapaciteit toe te voegen voor de meeste grondstoffen. In tijden van hoogconjunctuur wanneer de vraag naar goederen en diensten sterk stijgt en de inflatedruk oploopt, zijn het daardoor vooral grondstofprijzen die zeer sterk kunnen stijgen. Dit zagen we bijvoorbeeld in de periode 2005-2008. Gemiddeld genomen doen grondstofbeleggingen het daardoor goed tijdens periodes van hoge inflatie. In figuur 18 staat nogmaals het

reële rendementsverloop van Amerikaanse aandelen en een 10-jaarsstaatsobligatie. Nu is hier het reële rendementsverloop van grondstoffen aan toegevoegd. In een hooginflatieperiode bieden grondstoffen diversificatie ten opzichte van de traditionele beleggingen.

FIGUUR 18 VERLOOP REËEL TOTAALRENDEMENT IN DE JAREN 70 (VERENIGDE STATEN)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Beleggen in grondstoffen

Wanneer we beleggen in grondstoffen doen we dit echter niet in fysieke grondstoffen, maar via financiële derivaten. Het rendement op een belegging in grondstoffen wordt daardoor niet alleen bepaald door de prijsveranderingen (spot return), maar ook door het rendement op het onderpand (collateral return) en het rendement op het periodiek doorrollen van de derivaten (roll return). Ook deze laatste twee factoren hebben een positieve inflatiegevoeligheid. In periodes van oplopende inflatiedruk stijgt normaliter de rente waardoor het rendement op het onderpand stijgt. Ook het rolrendement heeft een positieve inflatiegevoeligheid. Backwardation (positief rolrendement) en contango (negatief rolrendement) in de futures markten worden namelijk voor een belangrijk deel gedreven door de voorraadcyclus. Hoge voorraden gaan veelal gepaard met contango terwijl lage voorraden gepaard gaan met backwardation. Dit verklaart mede waarom grondstoffen het de afgelopen jaren zo slecht hebben gedaan. In eerste instantie werden de grondstofprijzen hard geraakt door de diepe wereldwijde recessie die volgde op de kredietcrisis. Tijdens de economische neergang viel de vraag sterk terug waardoor de prijzen fors daalden. De diepe recessie werd gevolgd door een langdurige periode van beneden trendmatige groei en een sterke deflatoire druk. Ook hierdoor werden de grondstoffenmarkten geraakt. Voor olie was daarnaast sprake van een sterke stijging van het aanbod als gevolg van technologische vooruitgang (schalierevolutie). Naast de dalingen van de grondstofprijzen (spotrendement) stond het indexrendement ook onder

druk door het negatieve rolrendement en het zeer lage kasgeldrendement. Het negatieve rolrendement kan gemitigeerd worden door semi-actief in grondstoffen te beleggen. Door verder op de curve te beleggen of door grondstoffen te selecteren met het aantrekkelijkste rolrendement kan het risico-/rendementsprofiel sterk verbeterd worden. Dit kon echter niet voorkomen dat de absolute rendementen op grondstofbeleggingen negatief waren de afgelopen jaren.

Gematigde verwachte rendementen

De verwachte rendementen voor zowel ILB's als grondstoffen zijn zeer gematigd in ons basisscenario Reflatie. In dit scenario gaan we ervan uit dat de inflatie laag blijft en langzaam oploopt naar de doelstelling van de centrale banken. Daarnaast liggen de reële rentes wereldwijd op een laag niveau. Hierdoor is het absolute verwachte rendement op ILB's niet hoog. Dit geldt echter voor de meeste veilige vastrentende beleggingen. Ook voor grondstoffen zijn de rendementsverwachtingen gematigd. De lage kasgeldrente, het momenteel negatieve rolrendement en het verwachte beperkte opwaarts potentieel voor de olieprijs, zorgen per saldo voor een laag verwacht absoluut totaalrendement. Gecombineerd met de hoge volatiliteit van deze beleggingscategorie, is het risico-/rendementsprofiel mager voor grondstoffen. De toegevoegde waarde van beide beleggingscategorieën zit echter in de diversifiërende eigenschappen en de gevoeligheid voor inflatie.

Rol in een robuuste portefeuille

Het totaalrendement op ILB's was beperkt de afgelopen jaren en dat op grondstoffen staat al meerdere jaren onder druk. De macro-economische omgeving van gematigde groei en lage inflatie gecombineerd met beleggingscategoriespecifieke factoren was niet gunstig voor deze beleggingen. Andere beleggingscategorieën, zoals aandelen, profiteerden juist van deze macro-economische omgeving. Puur vanuit rendementsoptiek beredeneerd, zijn ILB's en grondstoffen niet de beleggingen die een grote positieve bijdrage gaan leveren aan het verwachte portefeuillerendement. De belangrijkste rol van deze beleggingen blijft diversificatie en de gevoeligheid naar (onverwachte) inflatie. Mocht de inflatie toch hoger uitkomen dan wij en de financiële markten verwachten, dan bieden deze beleggingen soelaas. Inflatieschokken in het verleden kwamen meestal onverwachts en wanneer een dergelijke inflatieschok zich voordoet, zal een groot deel van de traditionele beleggingsportefeuille geraakt worden. Daarom zien wij een strategische rol voor deze beleggingen weggelegd in een goed gespreide beleggingsportefeuille.

4 Modelbeleid in een laag-rendementsomgeving: uitruil tussen balans & rendement

“The beauty of diversification is it’s about as close as you can get to a free lunch in investing.”
Barry Ritholtz

In de special van de Investment Letter⁵ van juni vorig jaar bespraken we het belang van effectieve diversificatie bij het samenstellen van een beleggingsportefeuille. Op basis van deze filosofie is de Achmea IM modelportefeuille geconstrueerd. Vanwege de nadruk op effectieve diversificatie wordt ten behoeve van de portefeuillesamenstelling slechts in beperkte mate gerekend met altijd onzekere verwachte rendementen. Mede door het extreem ruime monetaire beleid zijn de waarderingen van de meeste beleggingscategorieën opgelopen. De verwachte absolute rendementen zijn hierdoor laag en dit speelt nog het meest bij de verschillende vastrentende waarden. 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 relatieve robuustheid voor verschillende economische scenario's en verwachtingen. De rendementsverwachtingen voor de verschillende beleggingscategorieën zijn sterk afhankelijk van het scenario dat zich in de toekomst ontvouwt. Om niet teveel te leunen op één scenario wordt de modelportefeuille gespreid over vier risicofactoren. Deze risicofactoren clusteren beleggingen met dezelfde fundamentele drijvers. We onderscheiden vier risicofactoren, namelijk: Renterisico, Aandelen/Kredietrisico, Inflatieisico en Actief (niet-traditioneel) risico. Deze risicofactoren kunnen vervolgens opgedeeld worden in zeven risicocategorieën en vervolgens in bouwstenen/beleggingscategorieën. Op deze manier kunnen we een portefeuille samenstellen die niet gedomineerd wordt door een bepaalde risicobron en daarmee erg gevoelig is voor bepaalde scenario's, maar zorgen we voor spreiding naar en gevoeligheid over de verschillende risicobronnen.

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 hypotheke. De rol van deze beleggingen in de portefeuille 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. Deze beleggingen staan vooral opgesteld voor het genereren van rendement. De risicofactor Inflatieisico 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 (zie ook het vorige hoofdstuk). De risicofactor Actief Risico bestaat uit beleggingen waar alternatieve risicopremies en/of actief beleid dominant zijn. Deze categorie die een lage samenhang met de economische cyclus voorstaat, is momenteel ingevuld met de hedgefundstrategieën Global Macro en CTA, maar ook alternatieve risicopremies kunnen een plek in deze categorie krijgen. De rol van deze beleggingen in de portefeuille is diversificatie en het verbeteren van het risico-/rendementsprofiel.

FIGUUR 19 ACHMEA IM MODELPORTEFEUILLE

Bron: Achmea IM

Risicofactoren en beleggingscategorieën	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%
Inflatieisico	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.

⁵ Zie de special *Onzekerheid vraagt om diversificatie* in Achmea IM Investment Letter, *Unheimisch*, juni 2016

Constructie modelportefeuille

Bij de constructie van de modelportefeuille varen we niet blind op de uitkomsten van optimalisaties van verwachte rendementen en risico's (de zogenaamde *mean-variance* optimalisaties), maar is een hoge mate van diversificatie het uitgangspunt. De modelportefeuille is bedoeld als illustratie bij het hiervoor gepresenteerde beleggingsraamwerk. Het maakt concreet hoe de beleggingen binnen een risicofactor vorm kunnen krijgen. De modelportefeuille is dus doelbewust niet gebaseerd op een specifieke beleggingsvisie (bijvoorbeeld Reflatie) of een specifieke doelstelling (bijvoorbeeld het matchen van verplichtingen). Er wordt gewerkt met begrenzingen, vanwege bijvoorbeeld beperkte liquiditeit 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 het risicocorrigeerde rendement), maar op een streven naar een zekere robuustheid. Het is niet zo dat gekozen is voor een modelportefeuille waarbij aan iedere risicofactor evenveel risicoallocatie is toebedeeld, aangezien dit zou resulteren in een erg hoge kapitaalallocatie naar vastrentende waarden en dat zou het verwachte rendement te veel beperken. Door effectieve diversificatie over risicofactoren en risicocategorieën is de modelportefeuille beter bestand tegen diverse groei- en inflatieschokken dan een *mean-variance* portefeuille. In figuur 19 staat de modelportefeuille weergegeven.

Laag verwacht rendement

In de huidige beleggingsomgeving met lage renteniveaus is het verwachte rendement op de modelportefeuille laag, zelfs bij een relatief optimistisch toekomstbeeld. De 5-jaarsrendementsverwachting van de modelportefeuille in het Reflatiescenario ligt onder de 3% op jaarbasis (zie figuur 20). Voor portefeuilles die worden gedomineerd door vastrentende waarden is dit nog lager. Ten opzichte van vorig jaar zijn de verwachte rendementen voor de meeste veilige vastrentende waarden gestegen terwijl de verwachte rendementen voor de risicovollere beleggingen zijn gedaald. De huidige laagrendementsomgeving dwingt tot keuzes. Een fonds 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.

Toevoegen van meer risico binnen het risicobudget

De meest voor de hand liggende manier om het verwachte portefeuillerendement op te krikken, 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 portefeuiligewicht van aandelen opkomende markten ten koste van euro-staatsobligaties kernlanden. Dit is het huidige DAA-advies en het afgelopen jaar heeft deze positie een positieve bijdrage opgeleverd. We handhaven dit advies ondanks dat het verwachte rendement voor aandelen opkomende markten ten opzichte van vorig jaar is gedaald. Relatief gezien zijn aandelen opkomende markten nog steeds aantrekkelijk ten opzichte van de lage renteniveaus en verwachten we dat de huidige positieve trend doorzet. Belangrijk is natuurlijk wel dat een dergelijke aanpassing gebeurt binnen het risicobudget.

FIGUUR 20 VERWACHTE TOTAALRENDEMENTEN IN HET REFLATIESCENARIO

Bron: Achmea IM

	Rendementsverwachting		verandering
	aug. 2016	aug. 2017	
Renterisico			
Staatsobligaties Kernlanden	-1,50%	-1,00%	0,50%
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	-0,75%	0,00%	0,75%
Investment Grade Credits	-0,50%	0,00%	0,50%
Hypotheek	2,50%	1,75%	-0,75%
Kasgeld	0,00%	0,25%	0,25%
Aandelen-/Kredietrisico			
Aandelen Ontwikkelde Markten (LC)	5,00%	4,00%	-1,00%
Aandelen Opkomende Markten (\$)	10,75%	8,00%	-2,75%
Private Equity (LC)	8,00%	7,00%	-1,00%
Global High Yield	2,75%	1,75%	-1,00%
Emerging Market Debt	4,75%	4,50%	-0,25%
Inflatierisico			
Global ILB	-0,50%	-0,25%	0,25%
Direct Vastgoed	6,50%	5,50%	-1,00%
Infrastructuur	5,50%	5,25%	-0,25%
Grondstoffen	2,75%	2,00%	-0,75%
Actief Risico / Niet-Traditioneel			
Global Macro / CTA	3,00%	3,25%	0,25%
Verwacht TR p/j	2,75%	2,75%	0,00%

Deze tabel bevat de middellangetermijnverwachtingen voor de verschillende risicofactoren/beleggingscategorieën. De verwachte totaalrendementen voor de liquide beleggingscategorieën zijn de DAA-rendementen uit de DAA-tabel. Dit zijn verwachte rendementen per jaar voor de komende vijf jaar in ons basisscenario Reflatie. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (GHY, EMD HC en Global ILB), tenzij anders vermeld. De verwachte totaalrendementen zijn na kosten.

Aanpassingen binnen een risicocategorie

Een andere wijze om het verwachte risico-/rendementsprofiel te verbeteren, is te analyseren of binnen een risicocategorie op middellange termijn sprake is van duidelijke waarderingsverschillen. Op dit moment is dat zichtbaar binnen de risicocategorie Krediet. De waardering van high yield is het afgelopen jaar verder opgelopen. De risico-opslag is gedaald tot een historisch laag niveau. Dit is minder het geval voor obligaties van opkomende landen. Het verwachte 5-jaarsrendement op high yield is gedaald ten opzichte van vorig jaar. Het verwachte totaalrendement voor obligaties van opkomende landen is relatief aantrekkelijker (zie figuur 20), vooral door het hogere verwachte rendement van schuldpapier in lokale valuta. Het ophogen van het portefeuillegewicht van obligaties van opkomende landen ten koste van high yield verhoogt niet alleen het verwachte portefeuillerendement, maar ook de verwachte Sharpe ratio, aangezien de verwachte portefeuillevolatiliteit door deze aanpassing nauwelijks wijzigt.

Alternatieve bronnen van rendement

De komende jaren zullen de meeste centrale banken naar verwachting hun zeer ruime monetaire beleid gaan normaliseren. Dit gaat normaal gesproken samen met hogere renteniveaus op middellange termijn. Niet alleen vastrentende waarden zullen hieronder onder druk staan, maar ook andere beleggingscategorieën waarin rente niet de belangrijkste rendementsdrijver is, maar wel een impact heeft. Te denken valt aan bijvoorbeeld vastgoed, infrastructuur en aandelen. Want de meeste beleggingscategorieën hebben enige mate van rentegevoeligheid. Tijdens een periode van rentestijgingen zullen dus meerdere beleggingscategorieën onder druk staan. In een dergelijke omgeving zullen Niet-Traditionele beleggingen het naar verwachting juist relatief goed doen, gezien hun beperkte rentegevoeligheid. De laagrendementsomgeving leidt ook tot een zoektocht naar alternatieve bronnen van rendement. Het risico-/rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille kan worden verbeterd door het aanboren van factorpremies en het inzetten van actief beheer.

Evenwichtige oplossingen

De Achmea IM modelportefeuille is relatief visie-arm en relatief robuust voor diverse groei- en inflatieschokken. Vanwege de gedaalde renteniveaus en opgelopen waarderungen is het verwachte rendement van deze portefeuille beperkt. Het verwachte rendement kan verhoogd worden door meer risico te nemen en/of meer rekening te houden met relatieve waarderingsverschillen op middellange termijn. Bij voorkeur vindt deze bijsturing plaats via een verschuiving binnen een risicofactor om de robuustheid van de totale portefeuille te waarborgen. Gegeven de huidige waarderungen is een verschuiving van high yield naar obligaties van opkomende landen hier de meest logische keuze. Gegeven de relatieve waarderungen buiten dezelfde risicocategorie zien wij nog steeds toegevoegde waarde in het beperkt *uprisken* van de portefeuille binnen de gestelde risicokaders. We adviseren een overweging van aandelen opkomende markten ten koste van staatsobligaties van de eurokernlanden. Naast deze suggesties kan het risico-/rendementsprofiel van de beleggingsportefeuille worden verbeterd door het aanboren van factorpremies en het inzetten van actief beheer. In figuur 21 zijn suggesties per beleggingscategorie weergegeven. Hierbij is een afweging gemaakt tussen de strategische portefeuillerol van de beleggingscategorie en het verwachte rendement voor de middellange termijn. Deze figuur geeft de mogelijkheden weer om het risico-/rendementsprofiel van de modelportefeuille te verbeteren in de huidige laagrendementsomgeving, zonder de effectieve diversificatie uit het oog te verliezen. Ondanks de lage verwachte rendementen van sommige beleggingscategorieën kunnen deze nog steeds een nuttige strategische portefeuillerol vervullen.

FIGUUR 21 SUGGESTIES VOOR AANPASSING MODELPORTEFEUILLE

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie & Strategische Portefeullerol	Rendementsverwachting middellange termijn	Totaal oordeel	Toelichting
Renterisico: Risicoreductie & beheersen renterisico			
	Laag door lage renteniveaus		
Staatsobligaties kernlanden	-1,00%	-	Renteniveaus blijven in historisch perspectief laag
Staatsobligaties niet-kernlanden	0,00%	=	Renteniveaus hoger dan vorig jaar, maar gevoelig voor ECB-beleid
IG Credits	0,00%	=	Lage absolute rente en gedaalde risico-opslag
Hypotheke	1,75%	+	Aantrekkelijk binnen deze risicofactor, maar illiquiditeit is een begrenzend factor
Kasgeld	0,25%	=	Historisch laag door ECB-beleid
Aandelen-/Kredietrisico			
	Lager dan historisch door gedaalde risico-opslagen		
Aandelen ontwikkelde landen	4,00%	=	Verwacht rendement beperkt, zeker in historisch perspectief
Aandelen opkomende landen	8,00%	+	Het hoogste verwachte rendement binnen deze risicofactor
Private equity	7,00%	=	Verwacht rendement gematigd in lijn met beursgenoteerde aandelen
High yield	1,75%	-	Risico-opslag op historisch laag niveau, uitruil met EMD potentieel interessant
Emerging market debt	4,50%	+	Risico-opslagen rond historische gemiddeldes, binnen vastrentend aantrekkelijk
Inflatierisico			
	Laag door gematigde inflatieomgeving		
Global ILB	-0,25%	=	Laag verwacht rendement, maar nuttige portefeuillerol
Direct vastgoed	5,50%	=	Gedaald verwacht rendement en lastig in te vullen vanwege illiquide karakter
Infrastructuur	5,25%	=	Gedaald verwacht rendement en snelle opbouw portefeuille niet mogelijk
Grondstoffen	2,00%	=	Laag verwacht rendement, maar nuttige portefeuillerol
Actief Risico / Niet-Traditioneel			
	Gematigd, focus op diversificatie		
Global Macro / CTA	3,25%	=	Nuttige portefeuillerol door aantrekkelijke diversificatie-eigenschappen

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in september 2017. 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.

