

# Investment Letter

DRIELUIK SCENARIO-UPDATE, DEEL II

## Scenario-analyse: vasthouden aan diversificatie essentieel in gefragmenteerde wereld

Van een unipolaire wereld met de Verenigde Staten als dominante kracht bewegen we naar een multipolaire wereld met China als belangrijkste opkomende macht. Een multipolaire wereld is één van de belangrijke kenmerken van het scenario *Flags & Frictions*. Deze ontwikkeling kan gevolgen hebben voor de strategische asset allocatie.

Dit is het tweede deel van ons drieluik over de periodieke update van onze scenario-analyse. In dit deel gaan we dieper in op de impact van een gefragmenteerde wereld op de strategische beleggingsallocatie. Toegenomen geopolitieke spanningen tussen onder andere de Verenigde Staten en China leiden tot steeds meer verdeeldheid in de wereld. De globalisering en de westerse liberale wereldorde staan hierdoor steeds verder onder druk. Per saldo bewegen we naar een multipolaire wereld, waarin integratie van economieën en markten op wereldschaal niet doorzet, maar plaatsmaakt voor een op onderdelen meer gefragmenteerde wereld. Hierdoor rijst de vraag of dit impact heeft op de wijze waarop wij strategisch portefeuilles samenstellen en specifiek op de rol van Chinese beleggingen in de portefeuille.

### Samenvatting

- De trend van vergaande globalisering is gestopt en de wereld beweegt zich naar een meer multipolaire wereld.
- Er is voornamelijk geen sprake van een vergaande ontkoppeling ("decoupling") van economieën en markten. Er is sprake van een selectieve ontkoppeling, ook wel aangeduid als "de-risking".
- Deze ontwikkelingen zorgen gemiddeld genomen voor druk op de wereldwijde economische groei en voor opwaartse inflatiedruk. Sommige landen, sectoren en bedrijven profiteren juist van deze ontwikkelingen.
- De beweging naar een meer multipolaire wereld zorgt in aanleg voor meer onzekerheid wat kan leiden tot hogere vereiste risicopremies voor verschillende beleggingen. Deze beweging vereist geen fundamenteel andere aanpak van de strategische beleggingsallocatie dan vergaande spreiding over verschillende risicobronnen en bouwstenen.
- De rol van Chinese beleggingen in de portefeuille behelst een afweging tussen een hogere risicopremie (in het geval van aandelen) en diversificatiepotentieel enerzijds en een hoger staartrisiko en hogere ESG-risico's anderzijds.

[Lees verder op de volgende pagina →](#)

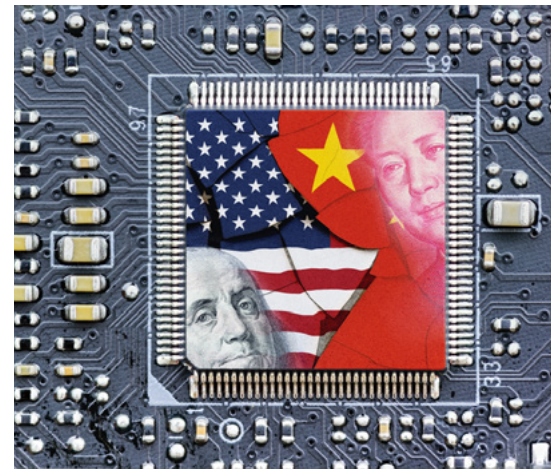
### AUTEURS



Wim Barentsen,  
Chief Strategist



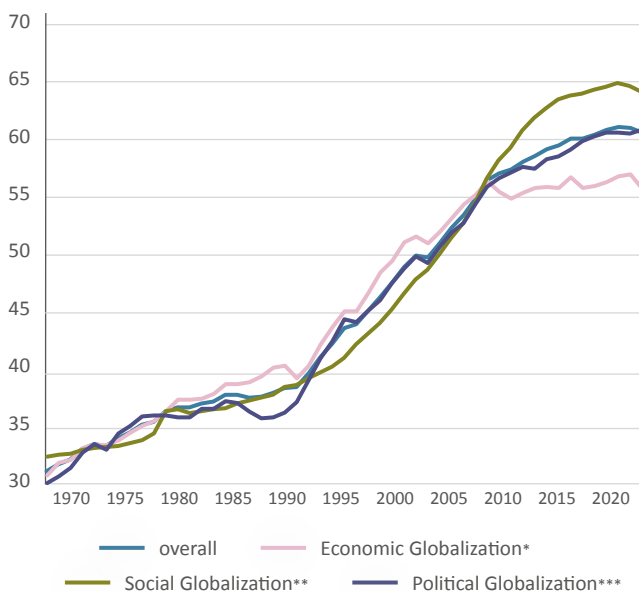
Alex van den Berg,  
Sr. Investment Strategist



### Globalisering heeft gepiekt

De globaliseringsgolf sinds eind jaren 80 van de vorige eeuw heeft een piek bereikt. Vanaf 2001, toen China toetrad tot de Wereldhandelsorganisatie (WTO), kreeg de globalisering een krachtige extra impuls. Door een aaneenschakeling van gebeurtenissen vanaf de kredietcrisis in 2007/2008 stokte het momentum van globalisering. Ontwikkelingen die hier de afgelopen jaren aan bijdragen, betreffen onder andere geopolitieke en handelsconflicten, verstoringen van de productie- en aanvoerketens tijdens de coronacrisis en een toenemende bewustwording voor duurzaamheid en klimaatverandering. De trend van toenemende globalisering is weliswaar tot stilstand gekomen, van de-globalisering is vooralsnog geen sprake. Zo bevindt de wereldhandel als percentage van het wereldwijde bruto binnenlands product zich nog steeds op een hoog niveau. Wereldwijd zijn de economieën nog steeds in grote mate verweven en afhankelijk van elkaar, ondanks dat landen zich steeds protectionistischer opstellen en de productie (deels) weghalen uit andere landen om bepaalde risico's te mitigeren. Deze verwevenheid zal naar verwachting ook in de (nabije) toekomst in hoge mate blijven bestaan. Van een algehele ontkoppeling ("decoupling") is dus geen sprake, wel van een gedeeltelijke ontkoppeling, ook wel aangeduid als "de-risking".

Figuur 1: Globalisering heeft gepiekt



Bron: KOF Swiss Economic Institute, Achmea IM

\* Economische globalisering refereert aan de stromen van goederen, diensten en kapitaal tussen landen;

\*\* Sociale globalisering refereert aan de verspreiding en het delen van ideeën, informatie en mensen tussen landen;

\*\*\* Politieke globalisering refereert aan de mate van politieke samenwerking tussen landen.

### Verschuiving naar een meer multipolaire wereld

De afgelopen decennia domineerde de Verenigde Staten de wereld als grootste economische, politieke en militaire macht. Deze dominantie brokkelt echter sinds enige jaren af. Er vindt geleidelijk aan een verschuiving plaats van een unipolaire wereld naar een meer multipolaire wereld. Een multipolaire wereld kent een concurrentie tussen de belangrijkste machtscentra, waaronder op het vlak van technologie, regelgeving en militaire macht.

Vooralsnog speelt in toenemende mate een belangrijke rol op het wereldtoneel. Sinds 2010 heeft de Chinese economie de plek overgenomen van Japan als de op één na grootste economie ter wereld na de Amerikaanse economie. Sindsdien houdt China die tweede plek stevig vast en zal de Chinese economie naar verwachting ergens in de komende twee decennia de eerste plek qua omvang van de Verenigde Staten overnemen. Ook op militair vlak heeft China sterke ontwikkelingen doorgemaakt. Het defensieapparaat is de afgelopen decennia aanzienlijk uitgebreid en gemoderniseerd. Ook op geopolitiek vlak laat China zich daarnaast steeds vaker gelden. Zo bemiddelde China tussen de toenadering van Saoedi-Arabië en Iran en vergroot China nadrukkelijk haar invloed en macht in onder andere Afrika met de Nieuwe Zijderoute. We verwachten echter niet dat China de Verenigde Staten aflost als dominante macht. We verwachten eerder een moeizaam en gespannen evenwicht tussen het Amerikaanse en Chinese machtsblok, waarbij geen van beide de dominantie zal hebben, zoals de Verenigde Staten die vele decennia had.

### Gefragmenteerde wereld leidt tot hogere inflatie, lagere groei, hoger diversificatiepotentieel en hogere risicopremies

Globalisering heeft bijgedragen aan hogere economische groei en is een sterke bron van desinflatie. Een stokkende trend van globalisering of zelfs de-globalisering zal dus op wereldschaal per saldo een negatieve impact hebben op de economische groei en voor opwaartse inflatiedruk zorgen. Door globalisering raakten economieën en markten steeds meer met elkaar verweven. Hierdoor lopen de *business cycles* in de diverse regio's in beginsel steeds meer synchroon met elkaar. In hoeverre dat werkelijk het geval is, hangt ook af van de mate waarin de structuur van de betreffende economieën van elkaar verschillen en van het gevoerde monetaire en begrotingsbeleid in de verschillende regio's. De-globalisering, dan wel een stokkende globaliseringstrend, leidt mogelijk tot meer diversificatiepotentieel, aangezien *business cycles* mogelijk onafhankelijker van elkaar kunnen gaan lopen. In een multipolaire wereld zullen machtsblokken steeds meer tegenover elkaar komen te staan. De kans op restricties en conflicten wordt steeds groter. De sancties tegen Rusland en de impact hiervan op westerse beleggers zijn hier een voorbeeld van. Dit verhoogt de onzekerheid op de financiële markten, wat kan resulteren in hogere risicopremies voor verschillende beleggingscategorieën.

### Vergaande spreiding over risicobonnen blijft van groot belang

De beweging naar een meer gefragmenteerde wereld vereist naar onze mening niet een fundamenteel andere aanpak van de strategische beleggingsallocatie. Dit ondanks de (potentiële) impact die deze tendens kan hebben op zaken als de economische groei en inflatie, het diversificatiepotentieel en risicopremies. Bij de samenstelling van een portefeuille streven we een vergaande diversificatie na over verschillende bewezen en goed gedocumenteerde risicopremies, zoals de kredietrisicopremie en de aandelenrisicopremie. Deze methodiek vinden we nog steeds passend in het licht van de genoemde ontwikkelingen. Een regionale aanpassing in de strategische asset allocatie of een meer sectorale focus is wat ons betreft niet aan de orde. Hiervoor is de onzekerheid over de ontwikkelingen en de impact daarvan op de verschillende beleggingen te groot. Het is immers hoogst onzeker op welke wijze, in welke mate en op wat voor horizon de beweging naar een multipolaire wereld vorm krijgt. Maar ook al zou dit wel goed ingeschat kunnen worden, dan zijn de beleggingsimplicaties bij voorbaat niet eenduidig. Zo is bijvoorbeeld de link tussen economische groei en aandelenrendement niet altijd even sterk, zeker niet op de kortere termijn. Bij een dergelijke hoge mate van onzekerheid blijft spreiding over verschillende fundamenteel verschillende risicobronnen van essentieel belang.



*Bij een hoge mate van onzekerheid blijft spreiding over verschillende fundamenteel verschillende risicobronnen van essentieel belang.*

### Chinese beleggingen bieden meerdere voordelen, maar daar staan hogere risico's tegenover

De rol van Chinese beleggingen in de portefeuille staat ter discussie mede door de beweging naar een meer multipolaire wereld. Beleggen in China is per saldo een *trade-off* tussen een hoge(re) verwachte risicopremie en een mogelijk toenemend diversificatiepotentieel enerzijds en een hoger staartrisiko en hogere ESG-risico's anderzijds. De lage waardering van Chinese aandelen impliceert een hoog toekomstig rendement. Daarnaast hebben Chinese aandelen historisch gezien bijgedragen aan diversificatie en we verwachten dat dit zo blijft of zelfs toeneemt vanwege de "de-risking" die momenteel plaatsvindt.

Tegelijkertijd zijn de risico's van Chinese beleggingen groot. Chinese aandelen hebben een relatief groot staartrisiko. Ofwel, er is een kans op een zeer groot verlies. Het grootste (staart)-risico is het risico op een permanent verlies, bijvoorbeeld door de consequenties van een militaire aanval van China op Taiwan. Daarnaast worden beleggingen steeds vaker langs een meetlat van duurzaamheidscriteria gelegd. Zo worden beleggingen beoordeeld op onder andere mensenrechten, arbeidsrechten en corruptie. Vooral op mensenrechten scoort China slecht. In de praktijk, zo ook door Achmea IM, worden Chinese staatsobligaties momenteel daarom veelal uitgesloten van de EMD-portefeuilles. Ook worden door Achmea IM Chinese aandelen uitgesloten, waarvan de Chinese overheid een belang heeft van minstens 50%. Door al deze uitsluitingen is de blootstelling naar Chinese beleggingen lager<sup>1</sup> dan op basis van de benchmarkgewichten het geval is.

Figuur 2: Chinese aandelen zijn laag gewaardeerd (per juni 2023)



Bron: MSCI, Achmea IM

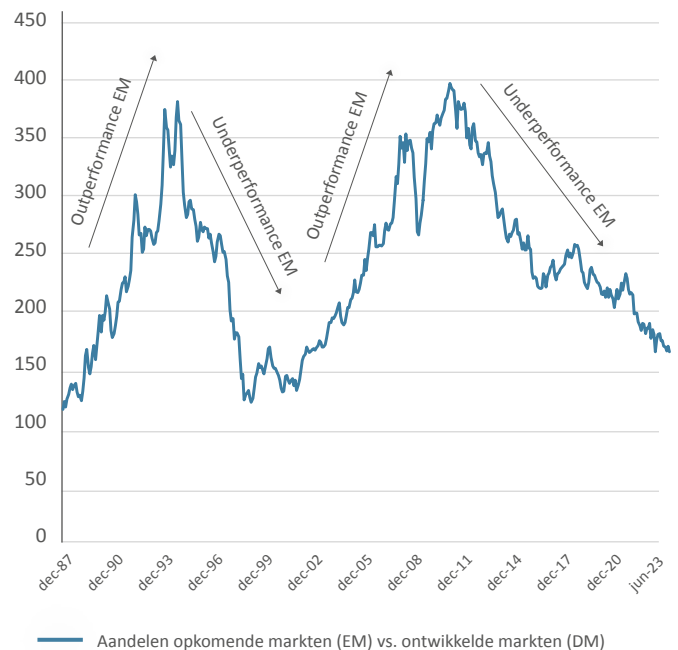
1. De mate hiervan hangt wel af van de wijze waarop omgegaan wordt met het kapitaal dat vrijkomt uit de uitsluitingen. Bij Achmea IM wordt dit naar rato herverdeeld over de resterende aandelen, dus ook over de Chinese aandelen die wel in de benchmark zitten.

### Opkomendelandenbeleggingen verdienen nog steeds een plek in de portefeuille

Door de toegenomen risico's en de achterblijvende rendementen over de afgelopen jaren staan beleggingen uit de opkomende markten, zoals Chinese aandelen, in de praktijk ter discussie. Naar onze mening verdienen deze beleggingen vanuit een beleggingsperspectief nog steeds een plek in de portefeuille. Het hogere verwachte rendement en het diversificatiepotentieel wegen ons inziens op tegen de hogere risico's. Het is onverstandig diversificatie op te geven door de allocatie naar deze beleggingen te verlagen in het licht van een toekomst waarin zich allerlei uiteenlopende scenario's kunnen voltrekken.

Achterblijvende rendementen over de afgelopen jaren kunnen daarnaast een slechte raadgever zijn in het besluit om een allocatie te reduceren. Zo laten bijvoorbeeld aandelen opkomende markten over de afgelopen circa 10 jaar weliswaar een underperformance zien ten opzichte van aandelen uit de ontwikkelde markten, maar over de circa 10 jaar daarvoor lieten ze juist een sterke outperformance zien. Ook de 10 jaar daarvoor wisselen 5-jaarsperiodes van underperformance en outperformance zich af. Over de hele periode is er echter nog steeds sprake van een outperformance van aandelen opkomende markten ten opzichte van ontwikkelde markten.

Figuur 3: Lange periodes van outperformance en underperformance wisselen zich af



Bron: MSCI, Achmea IM

Substantiële diversificatie over verschillende risicobronnen is belangrijk in een meer multipolaire wereld én een omgeving waar de inflatierisico's aan de bovenkant liggen. Deel 3 van dit drieluik gaat over het belang van inflatiegevoelige beleggingen voor een robuuste strategische beleggingsportefeuille.

## Vervolg

In deel drie focussen we op de inflatierisico's en de gevolgen daarvan op de beleggingsportefeuille.



#### Voor meer informatie:



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

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



#### [Achmea IM podcasts](#)

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



#### [Achmea IM op youtube](#)

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



#### [Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



#### [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto:achmeaim@achmea.nl)

#### Contact:

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

#### Disclaimer

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

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

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

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

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