

Actuele beleggingsrisico's & beleidsopties

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

Uitgangspunt is een robuuste portefeuille

Een belangrijk uitgangspunt dat we hanteren bij het vaststellen van een strategische beleggingsportefeuille is het streven naar robuustheid. Dit betekent effectieve diversificatie over verschillende risicopremies en spreiding over verschillende economische scenario's. In de portefeuille is dat blootstelling naar meerdere drijvers van rendement en risico door middel van verschillende beleggingscategorieën (zie special I *Effectieve diversificatie voor robuustere portefeuilles*). In de constructie van de beleggingsportefeuille worden doorgaans naast ons basisscenario 3L diverse schokscenario's doorgerekend¹. Naast deze schokscenario's hebben we een drietal crisisscenario's voor de korte termijn ontwikkeld.

Drie crisisscenario's voor de korte termijn

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

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

Eurocrisis: eurozone blijft kwetsbaar

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

Handelsoorlog: meer dan handel alleen

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

¹ Voor meer informatie over ons basisscenario 3L, zie: Investment Letter, *Nieuwe zet in handelsoorlog*, juni 2019

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

Klimaatcrisis: focus op transitierisico's

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

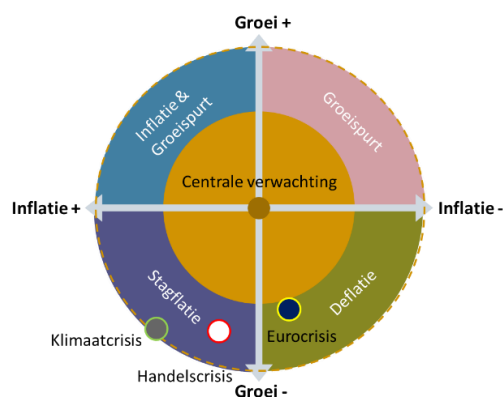
en verregaande energietransitie zijn. De ontwrichtende werking van een langdurige droogte zorgt voor een forse prijsstijging van agrarische producten. Dit leidt op zijn beurt tot een sterke impuls aan de energietransitie. Te denken valt aan forse belastingen om het gebruik van fossiele brandstoffen te ontmoedigen om de CO₂-voetafdruk drastisch te verkleinen. Dit heeft vervolgens grote negatieve invloed op de wereldhandel.

Lagere economische groei, gemengd inflatiebeeld

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

FIGUUR 1 MACRO-ECONOMISCHE IMPACT

Bron: Achmea IM



Lagere rente en daling risicovolle beleggingen

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

Beleidsopties per crisis

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

Eurocrisis: minder eurobeleggingen

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

TABEL 1 IMPACT FINANCIËLE MARKTEN

Bron: Achmea IM

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

De verwachte rendementen zijn per medio 2019.

kredietobligaties, aandelen, etc.) is wenselijk. Een andere optie is om de valuta-afdekking van bijvoorbeeld de Amerikaanse dollar af te bouwen². Tijdens de vorige eurocrisis pakte het lopen van 'valutarisico' goed uit, zowel qua rendement als diversificatie. Daarnaast gaat de voorkeur binnen staatsobligaties uit naar de veiligste landen, zeker in het kader van het matchen van verplichtingen. Wanneer de eurocrisis escaleert, zijn (perifere) staatsobligaties kwetsbaar.

Handelsoorlog: minder beleggingen uit EM

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

² Het ter discussie staan van de safe haven status van de euro is een reden om minder valutarisico af te dekken. Zie: Achmea IM, *Whitepaper Zwakte eurozone verlaagt aantrekkelijkheid dollarhedge*, maart 2019

Klimaatcrisis: voorkeur voor global ILB's

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

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

TABEL 2 BELEIDSOPTIES VOOR DE DRIE CRISISSCENARIO'S

Bron: Achmea IM

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

Colofon

Deze publicatie is integraal overgenomen uit de [Investment Letter \(editie september 2019\)](#) van Achmea Investment Management, en is opgesteld door het team Investment Strategie. Dit team bestaat uit:

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

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

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

Disclaimer

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

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

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

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

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