



Radicale diversificatie

Robuust beleggen onder de Wtp in tijden van geopolitieke onrust

De wereld om ons heen verandert in rap tempo. Waar we decennialang konden bouwen op een relatief stabiele geopolitieke en economische orde – gekenmerkt door globalisering, voorspelbare handelsstromen en lage inflatie – zien we nu het fundament verschuiven. De opkomst van nieuwe machtsblokken, groeiende geopolitieke spanningen en hernieuwde industrialisatie markeren een nieuw tijdperk van verdere fragmentatie en verhoogde onzekerheid.

Tegelijkertijd introduceerde Nederland de Wet toekomst pensioenen (Wtp), die beoogt pensioenopbouw persoonlijker en transparanter te maken. Het accent verschuift van een stelsel met collectieve nominale garanties naar een systeem met meer individuele kapitaalopbouw. Lifecyclebeleggen vormt hierbij het uitgangspunt: jongeren nemen meer beleggingsrisico en ouderen bouwen dit geleidelijk af.

Maar deze ‘klassieke’ lifecycleaanpak, die vooral leunt op aandelen en obligaties, kan kwetsbaar blijken in een onzekere toekomst. Deze klassieke aanpak is juist extra kwetsbaar in scenario's zoals stagflatie, lage economische groei en hoge inflatie, of een scenario van financiële repressie. Bekende literatuur, zoals *Principles for Dealing with the Changing World Order* van Ray Dalio en *Antifragile* van Nassim Taleb, onderstreept dat portefeuilles robuust moeten zijn tegen onverwachte schokken – en niet alleen goed moeten presteren in het meest waarschijnlijke scenario.

Daarom breken we hier een lans voor radicale diversificatie. Dat gaat verder dan het spreiden van aandelenrisico over regio's of sectoren, maar juist ook over beleggingscategorieën die fundamenteel van waarde zijn in verschillende economische regimes. Dit vraagt om structureel meer alternatieve bouwstenen in de portefeuille, zoals

T. van Galen MSc (links) is Chief Strategist bij Achmea Investment Management.

S. Herrewijn CFA is Investment Strategist bij Achmea Investment Management.



hedge funds, infrastructuur en grondstoffen. Daarmee verschuift de focus in de portefeuilleconstructie van het simpel maximaliseren van rendement naar het duurzaam beschermen van koopkracht en uitkeringszekerheid van de deelnemers.

VAN LIFECYCLE NAAR ROBUUSTE SCENARIOALLOCATIE

Traditioneel vullen pensioenfondsen hun risicovolle allocatie voornamelijk in met aandelen. Deze aandelenportefeuille (hierna PF1) is binnen de Wtp een belangrijk anker, omdat het de referentie vormt voor de pensioenambitie, risicohouding en wettelijke maatstaven.

Onder normale marktomstandigheden bieden aandelen een hoog verwacht rendement. Toch maakt het enkel wedden op één paard, aandelen in dit geval, de portefeuille kwetsbaar voor forse markt-schokken zeker in tijden van geopolitieke onrust en vergaande politieke fragmentatie. Niet voor niets beleggen pensioenfondsen daarom ook breder, bijvoorbeeld in hoogrentende waarden zoals high-yieldobligaties of in vastgoed. Toch bieden dit soort allocaties te weinig robuustheid op de lange termijn. Ze spelen onvoldoende in op de uiteenlopende macro-economische regimes die zich kunnen voordoen.

DRIE PORTEFEUILLES VERGELEKEN

Om radicale diversificatie concreet te maken, vergelijken we drie portefeuilles:

- **PF1: Aandelenportefeuille**, volledig belegd in wereldwijde aandelen (ontwikkelde en opkomende markten);
- **PF2: Representatief pensioenfonds**, een bredere mix van aandelen, hoogrentende obligaties, vastgoed en enkele alternatieve beleggingen;
- **PF3: Robuuste portefeuille**, waarin allocatie plaatsvindt naar bouwblokken die specifiek inspelen op vier macro-economische scenario's.

De robuuste portefeuille (PF3) bevat expliciet meer alternatieve categorieën, zoals hedge funds (macro-strategieën en trendvolgende CTA's), infrastructuur en grondstoffen. Deze bouwstenen leveren rendement in markten met hoge inflatie, geopolitieke spanningen of deflatie, en vormen zo een natuurlijke *hedge* tegen regimes waarin traditionele portefeuilles juist kwetsbaar zijn.

VIER SCENARIO'S ALS UITGANGSPUNT

De robuuste portefeuille wordt opgebouwd rond vier scenariokwadranten, waarin bepaalde beleggingen goed presteren en andere juist slecht.

In de volgende scenario's presteren deze beleggingscategorieën relatief gunstig:

- **Stagflatie (lage groei, hoge inflatie)**: vastgoed, infrastructuur, en grondstoffen;
- **Inflatie (hoge groei, hoge inflatie)**: inflatiegerelateerde obligaties, vastgoed, en infrastructuur;
- **Voorspoed (hoge groei, lage inflatie)**: aandelen, high-yieldobligaties, en staatsobligaties uit opkomende markten (emerging market debt);

- **Deflatie (lage groei, lage inflatie)**: staatsobligaties, cash, en vooral hedge funds (macro-strategieën en trendvolgende CTA's) die kunnen profiteren van dalende aandelenmarkten en stijgende volatiliteit.

Door deze structuur ontstaat een portefeuille die niet alleen spreidt over beleggingscategorieën, maar ook over verschillende macro-economische regimes. Dit sluit aan bij concepten uit *Expected Returns* van Antti Ilmanen en *Adaptive Markets* van Andrew Lo, waarin adaptieve allocatie wordt gezien als sleutel tot overleven in volatiele en onvoorspelbare markten.

	Aandelen Portefeuille (PF1)	Pensioenfonds Portefeuille (PF2)	Robuuste Portefeuille (PF3)
Meetekundig Rendement (jaarlijks)	4,8%	4,9%	5,1%
Volatiliteit (jaar-op-jaar)	17,5%	13,6%	8,4%
Slecht Weer Rendement (5% VaR, jaarlijks)	-2,7%	-0,3%	2,0%

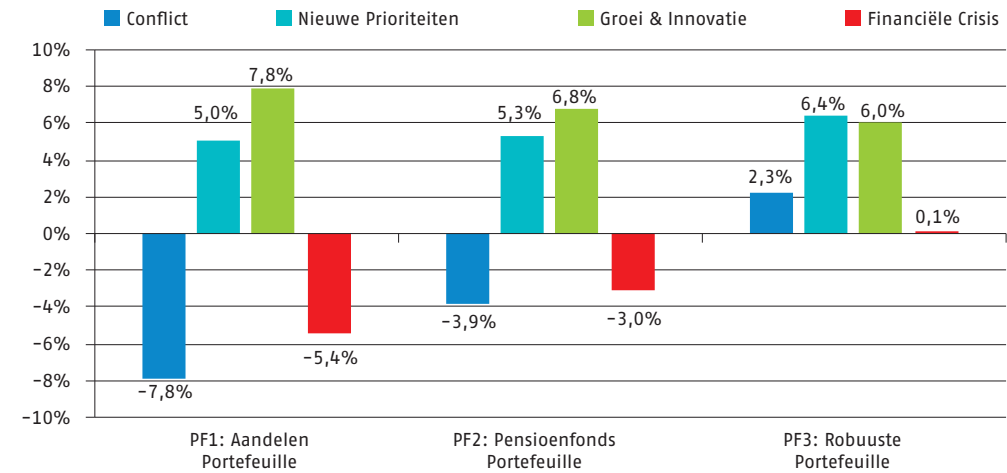
Tabel 1: Verwachtingen van de drie portefeuilles op een 15-jaars horizon in het Achmea IM basisscenario Flags & Frictions.

Bron: Achmea IM, Ortec Finance – GLASS

De verwachtingen in Tabel 1 laten zien dat de rendementen van een robuuste portefeuille niet per definitie lager liggen dan die van bijvoorbeeld aandelen. Het simpelweg voorkomen van extreme verliezen, maakt dat er per saldo een hoger rendement overblijft. Juist dit is cruciaal in de Wtp, waar schokken direct doorwerken in de persoonlijke pensioenpot van deelnemers. Het beperken van negatieve schokken draagt niet alleen bij aan een hogere pensioenuitkomst maar zal ook het vertrouwen en draagvlak onder deelnemers verbeteren.

DETERMINISTISCHE SCENARIOANALYSE

Om de robuustheid van de verschillende portefeuilles te onderstrepen vergelijken we de rendementen in verschillende deterministische scenario's. Deze scenario's, genaamd: Conflict (Stagflatie), Nieuwe Prioriteiten (Inflatie), Groei & Innovatie (Voorspoed), en Financiële Crisis (Deflatie), komen overeen met de vier scenariokwadranten op een 5-jaars horizon.



Figuur 1: Het verwachte meetkundige rendement op een 5-jaars horizon in de verschillende deterministische scenario's.

Bron: Achmea IM, Ortec Finance – GLASS

De deterministische analyse illustreert de prestaties van de drie portefeuilles in vier concrete toekomstscenario's. Waar de aandelenportefeuille (PF1) sterk scoort in het Groei & Innovatie-scenario, zakt deze diep weg in het Conflictsceario. De robuuste portefeuille (PF3) blijft daarentegen veerkrachtig in de negatieve scenario's en houdt gelijke tred in de positieve scenario's. Dit benadrukt het belang van vergaande diversificatie. Een allocatie naar beleggingscategorieën zoals



infrastructuur, grondstoffen en hedge funds zorgt voor robuuste uitkomsten in uiteenlopende macro-economische omstandigheden.

STOCHASTISCHE SCENARIOANALYSE

Naast deterministische scenario's is stochastische analyse onmisbaar. Hierbij worden duizenden economische paden over een lange horizon gesimuleerd die leiden tot een breed scala aan uitkomsten. Naast de verwachting is het cruciaal om ook binnen dit brede scala van scenariouitkomsten de robuustheid van de portefeuille te analyseren. Hiervoor clusteren we alle scenario's in de 25% hoogste en laagste kwadranten van economische groei en inflatie. Deze subsets komen overeen met de scenariokwadranten: Stagflatie, Inflatie, Voorspoed, Deflatie¹.

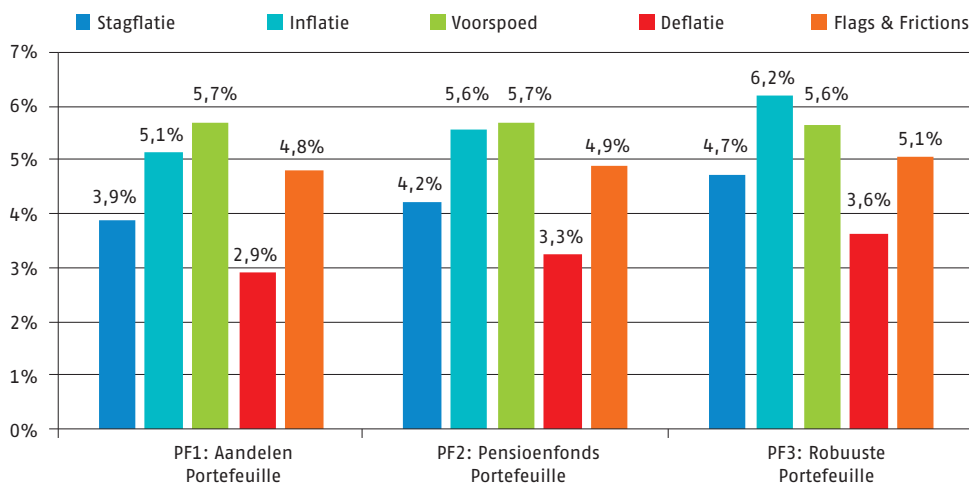
De focus komt in de analyses te liggen op de mediane uitkomst van deze subsets en is daarmee eigenlijk een 'strengere' stresstest voor een langdurig macro-economisch regime. Hiermee verschuiven we van kortetermijnrisico's (5-jaar) naar fundamentele langetermijnrisico's (15-jaar). Hieruit blijkt dat de robuuste portefeuille structureel een hogere mediaan laat zien dan een aandelen- of een gemiddelde pensioenfondsportefeuille, vooral dankzij hedge funds in deflatie-scenario's en infrastructuur en grondstoffen in een inflatie- of stagflatiescenario.

CONCLUSIE

De transitie naar een persoonlijker pensioenstelsel valt samen met een wereld die complexer en minder voorspelbaar is dan ooit. Vasthouden aan traditionele lifecycle-aanpakken, gebaseerd op historische correlaties, kan leiden tot pijnlijke verrassingen.

Radicale diversificatie, met nadruk op scenarioanalyse en alternatieve bouwstenen, is geen modegril maar een noodzakelijke stap om pensioenvermogen écht toekomstbestendig te maken, ook in reële termen. In plaats van enkel te optimaliseren voor het meest waarschijnlijke pad, moet een pensioenfonds klaar zijn voor wat Taleb 'de zwarte zwanen' noemt: onverwachte, maar zeer ingrijpende gebeurtenissen.

Door proactief in te spelen op macro-economische onzekerheden en de juiste beleggingscategorieën toe te voegen, kan een pensioenfonds robuuster, wendbaarder en veerkrachtiger beleggen. Precies wat deelnemers nodig hebben in een wereld vol verandering. ■



Figuur 2: Het verwachte meetkundige rendement op een 15-jaars horizon in verschillende stochastische subsets.

Bron: Achmea IM, Ortec Finance – GLASS

De stochastische analyse toont de verdeling van een groot aantal gesimuleerde rendementsreeksen, met nadruk op de mediaan van de verschillende scenariokwadranten. Hieruit blijkt dat de robuuste portefeuille in extreme omstandigheden structureel beter presteert dan een aandelenportefeuille of een gemiddelde pensioenfondsportefeuille. De robuuste portefeuille laat niet alleen een hogere mediaan zien, maar ook een beperktere spreiding in de 'slecht-weer'-scenario's². Dit alles draagt bij aan een stabielere en betrouwbaardere uitkeringsverwachting voor deelnemers. Het biedt zelfs de mogelijkheid voor oudere deelnemers om langer in de rendementsportefeuille te beleggen en het 'afbouwmoment' in de lifecycle te verschuiven.

IMPLICATIES VOOR PENSIOENFONDSEN

De Wtp dwingt fondsen expliciet na te denken over risico's op individueel niveau. Een klassieke lifecycle-aanpak, die uitsluitend focust op de combinatie van leeftijd, aandelen en obligaties, kan onvoldoende bescherming bieden tegen structureel andere economische regimes.

Door radicale diversificatie – inclusief hedge funds, infrastructuur en grondstoffen – ontstaat een portefeuille die niet alleen risico spreidt over tijd, maar ook over fundamenteel verschillende toekomstbeelden. Dit biedt niet alleen bescherming tegen verliezen, maar draagt ook bij aan een stabielere verwachte (reële) uitkeringsbasis.

Literatuur

- Taleb, N.N. (2012). Antifragile: Things That Gain from Disorder.
- Dalio, R. (2021). Principles for Dealing with the Changing World Order.
- Tooze, A. (2021). Shutdown: How Covid Shook the World's Economy.
- Bremmer, I. (2022). The Power of Crisis.
- Ilmanen, A. (2011). Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards.
- Ilmanen, A. (2022). Investing Amid Low Expected Returns.
- Lo, A.W. (2017). Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2022). Investments (12th ed.).

1 – Dit betekent dat we in een stagflatie-omgeving focussen op de subset van de 25% hoogste inflatiescenario's en de 25% laagste economische groeiscenario's. Per saldo bevat deze subset ongeveer 15% van het totaal aantal scenario's. De focus komt daarna te liggen op de mediaan van deze subset.

2 – De cijfers in Figuur 2 zijn jaarlijkse meetkundige rendementen over een 15-jaars horizon. Ongeveer kleine verschillen zorgen na 15-jaar voor significante andere resultaten.