

SPECIAL

Investment Letter

Achmea Investment Management



September 2018

Strijdtoneel

Macro-economie
Risico's nemen
toe

Financiële Markten
Volatiliteit is
terug

Special I
Muntunie
blijft wankel
construct

Special II
Handelsoorlog
bedreigt
wereld-
economie

Strijdtoneel

'Alle Menschen werden Brüder', zo klinkt het in het Europese volkslied. Wie de actualiteiten volgt, zal concluderen dat we zover nog niet zijn. Of sterker nog, inmiddels gaat het in de wereld de andere kant op. Zowel in Europa als op het grotere wereldtoneel is de geest van constructieve samenwerking tussen landen op z'n retour. Nationale belangen en de eigen ideologische opvattingen kleuren meer en meer de stellingname van politieke leiders in het internationale overleg en maken het vinden van oplossingen voor gemeenschappelijke uitdagingen moeilijk.

De decennialange trend van globalisering, met zijn gunstige effecten op grote delen van de wereld-economie, zoals lage inflatie, hoge winstgroei en gunstige trends op financiële markten, lijkt ten einde. Het besef is gegroeid dat een vergaande globalisering gepaard gaat met een verlies aan nationale beleidsruimte, druk zet op de sociale en culturele cohesie van landen, en -naast winnaars- ook grote groepen verliezers creëert. De weerstand tegen deze ontwikkelingen in de rijke landen is gegroeid. Het jaar 2016 zal de boeken ingaan als hét omslagpunt, met de keuze van het Verenigd Koninkrijk voor de brexit (*Take back control*) en de keuze voor een populistische Amerikaanse president (*America First*).

De Verenigde Staten zien hun leidende economische en militaire positie bedreigd door China. Intern worstelt het land met een toegenomen ongelijkheid en een sterk gepolariseerd politiek klimaat. De huidige regering is bezorgd over de snelle opkomst van China en meent dat de belangen van de Verenigde Staten onvoldoende recht wordt gedaan binnen de huidige globale orde. Via agressief ingezette bilaterale onderhandelingen wordt geprobeerd nieuwe en bestaande economische en geopolitieke wensen te verzilveren. De uitkomsten daarvan zijn nog ongewis, maar ondertussen is de verstandhouding tussen een aantal belangrijke landen sterk verslechterd en dreigt escalatie van het handelsconflict met China. De Verenigde Staten lijken afstand te willen nemen van multilaterale verdragen en internationale instituties. In een dergelijke multipolaire wereld kunnen conflicten eerder en makkelijker escaleren.

Ondertussen worstelt de Europese Unie in de eigen gelederen met een gebrek aan steun voor een voortgaande verdieping van de integratie. Dat het

Verenigd Koninkrijk de Unie verlaat, lijkt onvermijdelijk. De vraag is meer hoe en wanneer. In meerdere lidstaten van de EU is de steun voor EU-sceptische politieke partijen toegenomen, terwijl een aantal regeringen van Centraal-Europese lidstaten zich ook ideologisch afzet tegen de EU. De grootste splijtzwam op dit moment is het migratie- en vluchtelingenvraagstuk. Deze factoren wogen ook zwaar in het brexit-referendum.

Binnen de eurozone is de laatste jaren gewerkt aan een verdere institutionele versterking van de muntunie. Er is een aanzet gegeven tot een bankenunie en het noodfonds ESM staat opgesteld om landen en financiële instellingen met financieringsproblemen bij te staan. Daarmee is de eurozone nog niet af. En dit terwijl de economische convergentie, die de muntunie meer robuust zou maken, uitblijft. Ondertussen dreigt in een aantal lidstaten de steun voor deelname aan de muntunie verder af te nemen, met Italië en zijn euro-sceptische regering als meest urgent geval. Waar binnen de eurozone de financiële verdedigingsmechanismen zijn versterkt, zijn de politieke en economische fundamentele gevaren voor de stabiliteit van het project nog steeds aanzienlijk.

Meer en meer oogt de wereld een strijdtoneel. De politieke risico's zijn wereldwijd sterk toegenomen en maken de macro-economische vooruitzichten, zeker die voor de middellange termijn, extra onzeker. Een serieuze terugslag voor wat betreft globalisering is mogelijk en kan op termijn een negatief effect hebben op zowel de economische groei (lager) als de inflatie (hoger). Dit is in aanleg ongunstig voor een brede set aan beleggingscategorieën. Risicopremies lopen dan op en bij een hogere inflatie kan ook de rente harder stijgen dan nu verwacht wordt.

De economische vooruitzichten op korte termijn zijn niettemin nog steeds gunstig, met voortgaande groei in grote delen van de wereld. De Amerikaanse en de Europese centrale banken zullen de komende jaren hun beleid verder normaliseren. Verdergaande reflatie zal gepaard gaan met hogere beleidsrentes en naar verwachting beperkte totaalrendementen voor de meeste beleggingscategorieën. Vanwege de diverse risico's zijn financiële markten wel kwetsbaar voor schokken, zoals we in de eerste acht maanden van 2018 gezien hebben.

Risico's nemen toe

De huidige macro-economische situatie is gunstig. De wereldwijde economie groeit gestaag, onder aanvoering van de Verenigde Staten, en de inflatie loopt op. Wel nemen de risico's toe. Verdere escalatie van het handelsconflict hangt als een donkere wolk boven de wereldeconomie en sommige opkomende landen gaan door een turbulente periode. Daarnaast zorgen politieke strubbelingen en de geleidelijke normalisatie van het monetaire beleid voor een uitdagende beleggings-omgeving. Hierdoor zijn de vooruitzichten voor de middellange termijn omgeven met grote risico's.

Wereldwijde economie koelt af

De wereldeconomie ligt er goed bij. De economische groei wordt inmiddels wel minder breed gedragen en diverse leidende indicatoren duiden op een afzwakking van het economische momentum in de komende maanden. Daarbij verschijnen steeds meer destabiliserende factoren op het toneel. De situatie omtrent de handelsoorlog verslechtert en een oplossing hiervoor is nog niet in zicht (zie special II: *Handelsoorlog bedreigt wereldeconomie*). Daarnaast belanden steeds meer financieel kwetsbare landen, zoals Argentinië en Turkije, in een crisis en blijft de situatie in de eurozone zorgelijk (zie special I: *Muntunie blijft wankel construct*). We verwachten dat de wereldwijde economische groei over het hoogtepunt heen is en het huidige bovengemiddelde groeitempo zal afzakken. Dat neemt niet weg dat er nog steeds sprake is van wereldwijde expansie.

Amerikaanse economie robuust

De Amerikaanse economie blijft naar verwachting goed presteren, terwijl de wereldeconomie geleidelijk aan afkoelt. De Amerikaanse economische groeicijfers over het tweede kwartaal waren de hoogste van de afgelopen jaren (zie figuur 1). De economie van de Verenigde Staten kent een relatief lage blootstelling aan de wereldhandel en lijkt daardoor minder gevoelig voor de handelsperikelen. Daarnaast gaat een stevige stimulans uit van de belastingverlagingen, al zal het effect hiervan geleidelijk aan afnemen. Zowel het consumenten- als producentenvertrouwen liggen nog steeds op historisch hoge niveaus. De Amerikaanse arbeidsmarkt ligt er zeer goed bij. Het werkloosheidspercentage is lager dan 4% en de loongroei trekt voorzichtig aan. Ondertussen normaliseert de Fed het monetaire beleid in een gematigd tempo.

The United States economy is in a good place from a cyclical standpoint close to our maximum employment and stable prices target.

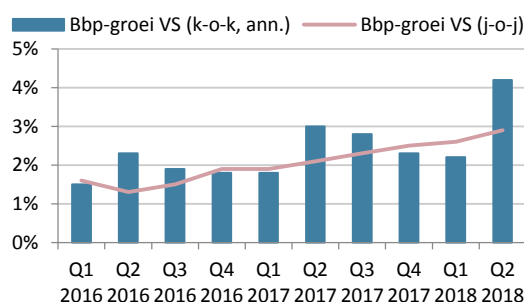
Jerome Powell, Fed-voorzitter op 12 juli 2018

Opkomende landen onder druk

De afgelopen maanden is de macro-economische omgeving voor veel opkomende landen uitdagender geworden. Vooral Turkije eiste de aandacht op. In Turkije dreigt de valutacrisis te escaleren in een volledige financiële crisis. Dit komt door de zwakke Turkse financiële situatie en het uitblijven van de benodigde beleidsaanpassingen. Turkije is erg afhankelijk van buitenlands kapitaal door het grote tekort op de lopende rekening. De politieke bemoeienis met het beleid van de Turkse centrale bank schaadt het vertrouwen van beleggers. De politieke confrontatie met de Verenigde Staten en de daaruit voortvloeiende handelssancties verergerden de situatie nog verder. Maar ook andere opkomende landen staan onder druk. Hiervoor is een aantal redenen. Ten eerste zorgt de geleidelijke normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid voor krappere financiële condities in de meeste opkomende landen. Ten tweede neemt het Amerikaanse protectionisme toe, voornamelijk ten opzichte van China. Zo hebben de Verenigde Staten tegen meerdere landen handelssancties afgekondigd. Vooral de op export gerichte economieën ondervinden hier last van. Ten derde koelt de Chinese economie af. De Chinese centrale bank heeft wel al maatregelen genomen om de groei te ondersteunen. Ten vierde kan de onrust in Turkije overslaan op andere landen. Zo werden, ondanks

FIGUUR 1 ROBUUSTE GROEI ECONOMIE VS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



dat de Turkijecrisis vooral een lokaal probleem is, valuta's van sommige andere opkomende landen in de val van de lira meegezogen. De heftige valuta- en rentebewegingen kunnen landen in de problemen brengen.

Economische groei in de eurozone zwakt af

De economische groei in de eurozone zwakt af ten opzichte van vorig jaar. Voor 2018 komt de groei naar verwachting uit op ruim 2%, nog steeds boven het niveau van de potentiële groei. De kredietgroei in de private sector stijgt en de verbeteringen op de arbeidsmarkt zetten door. Dit ondersteunt de consumptieve bestedingen. Maar ook de bedrijfsinvesteringen zijn positief, mede door de stijgende bedrijfswinsten. Het ruime ECB-beleid en de nog steeds positieve wereldwijde groei ondersteunen de expansie in de eurozone. De economische groei houdt aan, maar krijgt wel te kampen met tegenwind. Voor de jaren 2019 en 2020 verwacht de ECB een iets gematigdere groei van respectievelijk 1,9% en 1,7%. De exportgroei zal afnemen door de wereldwijde afkoeling. Daarnaast bouwt de ECB het obligatieopkoopprogramma af, waardoor het monetaire beleid minder stimulerend wordt. Ook zullen de brexit-onderhandelingen een belangrijke rol spelen de komende maanden.

Brexit komt eraan

Eind maart 2019 zal het Verenigd Koninkrijk de Europese Unie (EU) verlaten. De onderhandelingen gaan een kritieke fase in. In de komende maanden moeten het Verenigd Koninkrijk en de EU het eens worden over de uitredingsvoorwaarden. Dit betreft onder andere het bedrag dat het Verenigd Koninkrijk aan de EU verschuldigd is en de rechten van Britten in de EU-landen en van EU-burgers in het Verenigd Koninkrijk. Daarnaast moet er een blauwdruk komen over hoe de nieuwe relatie eruit gaat zien. De onderhandelingen verlopen echter zeer stroef en er zijn diverse pijnpunten. Zo blijft de grens tussen Noord-Ierland en Ierland een heikel punt. Binnen de Britse politiek zijn de meningen over de brexit sterk verdeeld en is nauwelijks overeenstemming over de te varen koers. Nadat premier Theresa May haar brexit-plan in juli ontvouwde, leverde dat veel kritiek op binnen haar eigen partij. Hierdoor stapten twee ministers, David Davis en Boris Johnson, en enkele andere bewindslieden op. De positie van May is dan ook wankel en het is lastig een meerderheid achter de plannen te krijgen in het parlement. De conservatieve partij heeft geen meerderheid en is intern sterk

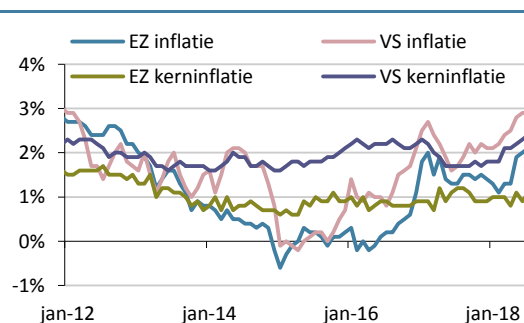
verdeeld. Het Britse plan zet in op een vrijhandelszone voor goederen, maar niet voor diensten. Ook zal het vrije verkeer van personen worden beperkt. Al met al heeft dit plan de kenmerken van een *zachte* brexit. De EU wacht ondertussen af en stelt zich kritisch op. De EU wil voorkomen dat de brexit een succes wordt om andere landen af te schrikken. Mede door de inflexibele houding van de EU neemt de kans op een harde brexit toe. Indien een brexit-deal overeengekomen wordt, zal een transitieperiode van 21 maanden ingaan, waarin onderhandeld wordt over de toekomstige relatie met de EU. De bestaande EU-regels blijven in deze periode gelden voor het Verenigd Koninkrijk. Als er geen deal gesloten wordt, zal het Verenigd Koninkrijk, wat de handel betreft, terugvallen op de WTO-regels. Er zal dan grote onzekerheid bestaan over de EU-regels, de Noord-Ierse grens, de status van EU-burgers in het Verenigd Koninkrijk, etc. Naast deze twee opties is het ook nog mogelijk dat de onderhandelingen worden verlengd of dat er helemaal geen brexit komt. Kortom, de onzekerheid zal groot blijven en een harde brexit is een risico voor de Europese economie.

Gematigde stijging inflatie

De inflatie in de Verenigde Staten loopt in een gematigd tempo op. De stijging van de consumentenprijzen kwam in juli uit op bijna 3% (zie figuur 2). Dit was de grootste jaar-op-jaar stijging in zes jaar. De kerninflatie, de inflatie exclusief de volatiele energie- en voedselprijzen, bedroeg 2,4%. De oplopende inflatie past bij de fase van de Amerikaanse economische cyclus. Al met al is de inflatiedruk nog beperkt gegeven de krapte op de arbeidsmarkt. We verwachten dat door de normalisatie van het monetaire beleid en de afkoeling van de wereld-economie de inflatie in toom gehouden wordt. In de eurozone is ook sprake van oplopende inflatie.

FIGUUR 2 INFLATIECIJFERS (CPI)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



De stijging van de consumentenprijzen bedroeg eind augustus 2%. Dit kwam vooral door een stijging van de energieprijzen. De kerninflatie blijft echter schommelen rond het 1%-niveau van de afgelopen jaren. De economische opleving zorgt voor oplopende inflatie, maar de inflatiedruk in de eurozone blijft vooralsnog beperkt.

Fed continueert geleidelijke normalisatie

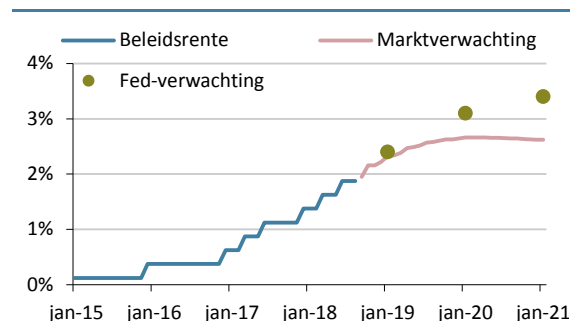
De Fed normaliseert het monetaire beleid in een geleidelijk tempo. De economische groei is robuust en de inflatie ligt rond de doelstelling van de centrale bank. De afgelopen jaren heeft de Fed dan ook de beleidsrente in zeven stappen van 25 basispunten verhoogd (zie figuur 3). Naar verwachting gaat de Amerikaanse beleidsrente in zowel september als in december met 25 basispunten verder omhoog. Voor 2019 tekenen de Fed-leden zelf circa drie renteverhogingen in. Zoals te zien is in figuur 3, verwachten marktparticipanten daarentegen een minder snelle stijging volgend kalenderjaar. Naast de renteverhogingen bouwt de Fed de centralebankbalans af. Obligaties die tijdens de diverse opkoopprogramma's werden aangeschaft worden niet meer herbelegd, waardoor de omvang van de balans krimpt. Momenteel bedraagt de vermindering \$40 miljard per maand en in het vierde kwartaal wordt dit opgetrokken naar \$50 miljard per maand. Het balanstotaal bedraagt nu nog meer dan \$4200 miljard. Met de normalisatie van het monetaire beleid ligt de Fed ver voor op andere belangrijke centrale banken. De renteversillen met bijvoorbeeld de eurozone lopen dan ook steeds verder op. De Amerikaanse 2-jaarsrente bedraagt meer dan 2,6%, waar deze in Duitsland nog negatief is (-0,6%). De verwachting is dat de Fed de gestage normalisatie van het monetaire beleid doorzet, zolang de Amerikaanse economie het positieve groeipad vasthoudt.

Einde opkoopprogramma ECB in zicht

De ECB koopt momenteel voor €30 miljard per maand aan obligaties op. Met ingang van oktober wordt dit bedrag afgebouwd naar €15 miljard per maand. Eind 2018 stopt de ECB vrijwel zeker met dit opkoopprogramma. Tegen die tijd heeft de centrale bank voor ruim €2500 miljard aan obligaties opgekocht sinds 2015. De omvang van de ECB-balans is inmiddels gestegen naar meer dan €4600 miljard (zie figuur 4). De ECB zal vooralsnog aflossingen van de obligaties uit het opkoopprogramma herbeleggen en maakt nog geen haast met het verhogen van de beleidsrentes. ECB-president Draghi heeft aangegeven dat de beleidsrente

FIGUUR 3 BELEIDSRENTE VS EN VERWACHTINGEN

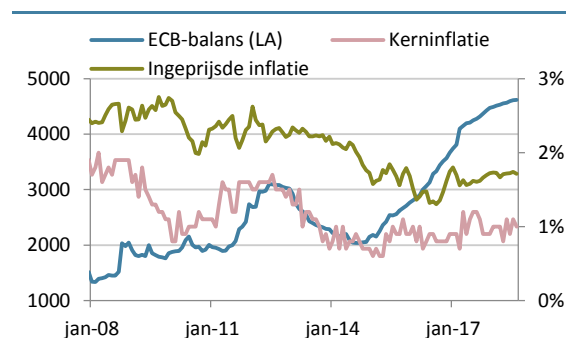
Bron: Bloomberg, Achmea IM



nog langere tijd laag blijft en pas na de zomer in 2019 eventueel verhoogd wordt. Dit betekent dat het monetaire beleid in de eurozone voorlopig ruim blijft. De vraag rijst wat de ECB met het opkoopprogramma heeft bereikt. De kerninflatie en de inflatieverwachtingen zijn nauwelijks veranderd ondanks de miljarden die de ECB in het financiële systeem heeft gepompt. De kerninflatie in de eurozone schommelt nog steeds rond de 1% (zie figuur 4). Mogelijk heeft het opkoopprogramma persistente deflatie voorkomen, maar per saldo lijkt het effect op de inflatie beperkt. Want ook de inflatieverwachtingen zijn maar beperkt gestegen ten tijde van het opkoopprogramma. De ingeprijsde 5-jaarsinflatie over vijf jaar ligt nog steeds onder de 2%. Het opkoopprogramma resulteerde vooral in lagere leenkosten voor overheden en bedrijven en haalde voorlopig de angel uit de eurocrisis. Nu de ECB gaat stoppen met dit programma nemen de risico's voor de eurozone weer toe, want de onderliggende situatie is nog steeds fragiel. Gezien alle risico's in de eurozone en de nog steeds gematigde inflatie, zullen monetaire beleidsaanpassingen eerder *dovish* dan *hawkish* zijn.

FIGUUR 4 OMVANG ECB-BALANS (MLD. €) EN INFLATIE(VERWACHTINGEN) EUROZONE (RA)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Volatiliteit is terug

De trend van dalende risicopremies en afnemende volatiliteit werd begin dit jaar ruw onderbroken. Eerst door zorgen over oplopende inflatie. Later in het jaar droegen de handelsoorlog, politieke ontwikkelingen in Italië en een financiële crisis in Turkije bij aan de onrust op de financiële markten. Vooral beleggingen uit de opkomende landen en Italië stonden onder druk. De schade voor de meeste andere categorieën bleef beperkt. Zo ondersteunden de robuuste economische ontwikkelingen en de sterke bedrijfscijfers de aandelenmarkten. Ondanks de per saldo gestegen risico-opslagen zijn de verwachte rendementen voor de komende jaren nog steeds laag. Beleggingen uit de opkomende landen ogen het meest aantrekkelijk op de middellange termijn.

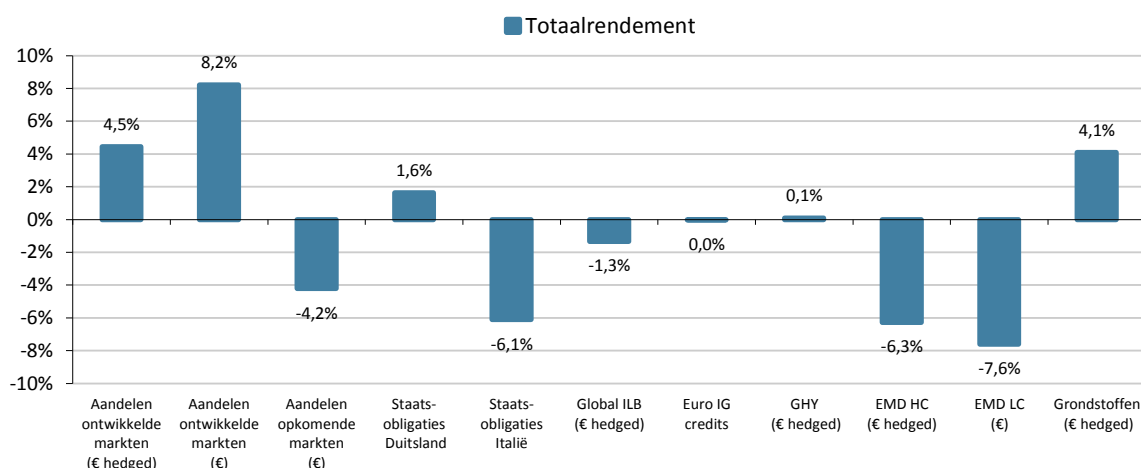
Terugblik: volatiliteit loopt op in 2018

De trend van gestaag dalende risicopremies en volatiliteit op de financiële markten werd begin 2018 abrupt verstoord. Januari was nog wel een goede maand voor de risicovolle beleggingscategorieën, maar later nam de volatiliteit toe. Dit had diverse oorzaken, waaronder zorgen over oplopende inflatie, potentiële escalatie van het handelsconflict en problemen in sommige opkomende landen. In figuur 5 staan de totaalrendementen in dit kalenderjaar weergegeven. Aandelen uit de ontwikkelde landen noteerden een positief rendement over de eerste acht maanden van het jaar, ondersteund door positieve macro-economische ontwikkelingen en sterke bedrijfscijfers. Beleggingen uit de opkomende landen hadden het

moeilijk. Door de gestegen Amerikaanse rentes en Amerikaanse dollar, het oplopende handelsconflict en een aantal landspecifieke ontwikkelingen, stonden deze beleggingen onder druk. Het totaalrendement op obligaties uit opkomende landen in lokale valuta had te lijden onder de forse daling van onder andere de Turkse lira. De risico-opslag op obligaties uit opkomende landen in harde valuta steeg sterk. Gecombineerd met de stijging van de Amerikaanse kapitaalmarktrente resulteerde een min van meer dan 6%. De Duitse kapitaalmarktrente daalde per saldo over de eerste acht maanden van het jaar, ondanks de robuuste economische groei en oplopende inflatie. Duitse staatsobligaties lijken vooral te profiteren van de vraag naar en schaarste van veilige beleggingen. De Italiaanse rente liep juist fors op door de toegenomen politieke risico's. De risico-opslag op Italiaanse staatsobligaties steeg naar het hoogste niveau sinds 2013. Het totaalrendement op investment grade credits en global high yield was per saldo vlak. Grondstoffen noteerden een positief rendement. Gunstige vraag-/aanbodverhoudingen stuwden de olieprijs naar het hoogste niveau sinds 2014. De andere grondstofcategorieën deden het aanzienlijk minder goed. Vooral basismetalen stonden in de loop van het jaar vanwege het handelsconflict onder druk. De euro verzwakte ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Dit kwam mede door de politieke ontwikkelingen in Italië en de crisis in Turkije. De eurodollarwisselkoers daalde van 1,20 aan het begin van het jaar naar 1,16 per eind augustus.

FIGUUR 5 TOTAALRENDEMENTEN IN 2018 T/M ULTIMO AUGUSTUS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Verwachtingen liquide beleggingen

In figuur 6 staan de rendementsverwachtingen voor de middellange termijn en de aantrekkelijkheid van de liquide beleggingscategorieën uitgaande van ons basisscenario. Gemiddeld genomen is er nog steeds sprake van lage verwachte absolute rendementen. De belangrijkste reden hiervoor zijn de nog steeds lage renteniveaus in de eurozone. De rendementsverwachting voor kasgeld en euro-staatsobligaties van de kernlanden blijft laag. Op termijn verwachten we een geleidelijke rentestijging, maar voorlopig blijven renteniveaus naar verwachting laag. Voor sommige beleggingscategorieën, zoals obligaties uit opkomende landen in harde valuta en staatsobligaties uit de niet-kernlanden, ligt het verwachte rendement hoger dan een jaar geleden. Voor laatstgenoemde categorie komt dit door de gestegen Italiaanse renteniveaus. Voor andere categorieën, zoals aandelen uit ontwikkelde landen en grondstoffen, is het verwachte rendement juist gedaald. Voor aandelen uit de ontwikkelde landen is dit geheel toe te schrijven aan de lagere rendementsverwachting voor Amerikaanse aandelen. Het grote verschil in de korte rente tussen de Verenigde Staten en de eurozone drukt het verwachte rendement van beleggingen in Amerikaanse dollars, waarbij het valutarisico wordt afgedekt.

Allocatie

Beleggingen uit de opkomende landen bieden een aantrekkelijker verwacht rendement dan beleggingen uit de ontwikkelde landen. Daarom geven we nog steeds de voorkeur aan aandelen opkomende landen ten koste van euro-staatsobligaties op de middellange termijn. Wel zijn de risico's op korte termijn toegenomen. De normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid en de mogelijke escalatie van het handelsconflict zijn de belangrijkste risico's. Deze risico's lijken al gedeeltelijk te zijn ingeprijsd. De waardering van aandelen opkomende landen ligt een stuk lager dan die van aandelen uit de Verenigde Staten. Het verwachte rendement op aandelen opkomende landen is dan ook relatief aantrekkelijk voor de middellange termijn. Door de lage renteniveaus en de verwachte rentestijging is de rendementsverwachting voor euro-staatsobligaties nog steeds zeer laag. Naast de aandelen van de opkomende landen ogen ook de obligaties van de opkomende landen aantrekkelijk, vooral die in lokale valuta. Dit gaat ten koste van de categorie global high yield. Global high yield is relatief duur en onderliggend nemen de risico's toe, waardoor deze beleggingscategorie kwetsbaar is voor een economische afkoeling.

FIGUUR 6 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO AUGUSTUS 2018)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Allocatie	MLT-visie	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten			+	8,75%	Aantrekkelijke waardering, maar handelsconflict en Fed-beleid zijn risico's
Emerging Market Debt LC			+	6,25%	Relatief aantrekkelijk gewaardeerd, maar lokale problemen
Emerging Market Debt HC				3,75%	Risico-opslag gestegen door onrust in sommige opkomende landen
Aandelen Ontwikkelde Markten				2,75%	Gematigd verwacht rendement, vooral door dure Amerikaanse aandelen
Global High Yield			-	1,75%	Lage risico-opslag ondersteund door beperkte wanbetalingsverliezen
Staatsobligaties Niet-Kernlanden				1,25%	Italiaanse rente is fors gestegen, maar zeer gevoelig voor politieke risico's
Grondstoffen				0,75%	Lage voorraden kunnen leiden tot prijsstijgingen, MLT-verwachting beperkt
Kasgeld				0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door ruim ECB-beleid
Investment Grade Credits				0,25%	Laag verwacht rendement door laag absoluut renteniveau
Global ILB				0,00%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Staatsobligaties Kernlanden			-	-1,00%	Laag verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging

Deze tabel bevat de middellangetermijnvisie voor de liquide beleggingscategorieën. 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 (Aandelen Ontwikkelde Markten, GHY, EMD HC, Global ILB en Grondstoffen). De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen. Deze tabel is mede input voor het Strategisch Risico & Allocatie Management (SRAM) beleid van Achmea IM.

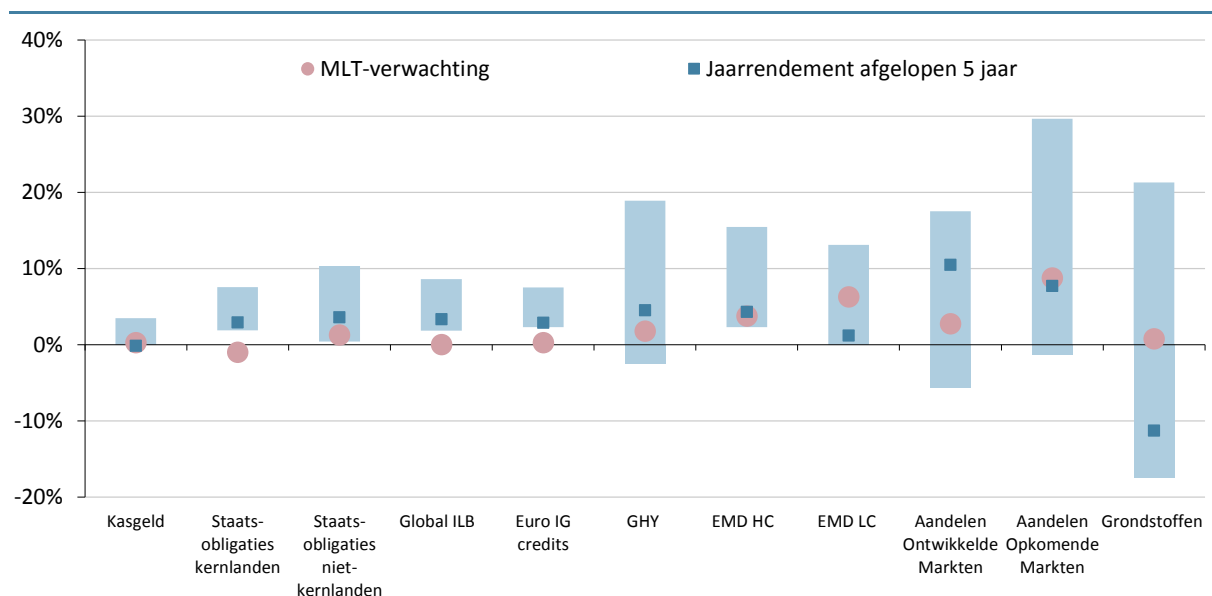
MLT-rendementen in perspectief

In figuur 7 zetten we de verwachte middellange-termijnrendementen (MLT-rendementen) af tegen het rendement over de afgelopen vijf jaar. De MLT-verwachting moet gezien worden als een indicatie voor het rendementspotentieel op basis van de onderliggende waardering in plaats van een precieze puntschatting. Naast de MLT-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 de meeste beleggingscategorieën liggen de MLT-verwachtingen onder of rond het gerealiseerde rendement in de afgelopen vijf jaar. Voor geen enkele beleggingscategorie bevindt de MLT-verwachting zich aan de bovenkant van de bandbreedte. Voor euro-staatsobligaties uit de kernlanden is het verwachte totaalrendement lager dan het rendement dat we de afgelopen vijf jaar hebben gezien. Door de nog steeds lage renteniveaus worden de rendementen uit het

verleden niet meer geëvenaard en ligt de verwachting buiten de historische bandbreedte. Dit is ook van toepassing op inflatiegerelateerde obligaties en investment grade credits. De kasgeldrente is nu al jaren laag en het totaalrendement over de afgelopen jaren is licht negatief. De MLT-verwachting voor kasgeld ligt hier net boven. 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, terwijl het gerealiseerde totaalrendement maar licht positief is. Het verwachte rendement voor aandelen ligt lager dan de gerealiseerde rendementen over de afgelopen vijf jaar. Dit komt door de opgelopen waardering. Voor aandelen opkomende landen verwachten we een hoger rendement, al is dit in historisch perspectief niet extreem en in lijn met het gerealiseerde rendement in de afgelopen jaren. Voor grondstoffen verwachten we een licht positief rendement dat in het midden van de historische bandbreedte zit. De MLT-verwachtingen voor de verschillende beleggingscategorieën lichten we kort toe in de rest van dit hoofdstuk.

FIGUUR 7 MLT-VERWACHTINGEN TEN OPZICHTE VAN HISTORISCHE RENDEMENTEN (ULT. AUGUSTUS 2018)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



De verwachte MLT-rendementen en de verwachte rendementen over de afgelopen 5 jaren zijn meetkundige jaarrendementen. De bandbreedte is opgebouwd uit het minimum en maximum meetkundige jaarrendement berekend over een voortschrijdende 5-jaarsperiode van de betreffende beleggingscategorie over de periode 1998-augustus 2018. Duitse staatsobligaties zijn als proxy gebruikt voor staatsobligaties kernlanden en Italiaanse staatsobligaties voor staatsobligaties niet-kernlanden.

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 gaat aan het eind van dit jaar het opkoopprogramma beëindigen. De beleidsrentes zullen naar verwachting op zijn vroegst in het derde kwartaal van 2019 verhoogd worden. Het exacte moment zal uiteindelijk afhangen van de inflatieontwikkelingen en de ontwikkelingen ten aanzien van de eurocrisis. Het proces van renteverhogingen zal zeer geleidelijk plaatsvinden. De kasgeldrente zal de komende jaren dan ook nog laag blijven en daarmee ook het verwachte rendement op kasgeld.

Staatsobligaties kernlanden

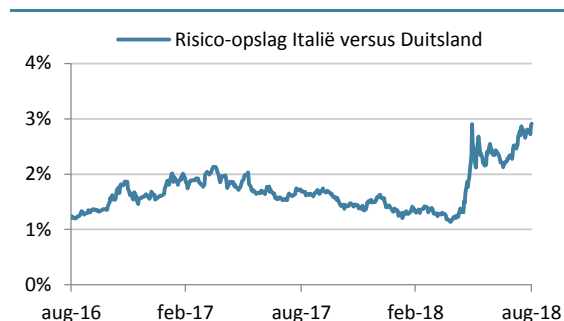
In lijn met de verwachting voor kasgeld verwachten we dat ook de kapitaalmarktrenteniveaus van de kernlanden in de eurozone de komende jaren laag blijven. Duitse staatsobligaties met een looptijd van minder dan acht jaar hebben nog steeds een negatieve rente. We verwachten dat op middellange termijn de renteniveaus de weg omhoog weten te vinden. Voortgaand economisch herstel en geleidelijk oplopende kerninflatie richting het niveau van de centralebankdoelstelling zullen naar verwachting leiden tot hogere renteniveaus. Omdat de ECB de beleidsrentes nog lang laag zal houden, verwachten we dat de Duitse kapitaalmarktrente op korte termijn niet sterk stijgt. We verwachten dat de Duitse 10-jaarsrente geleidelijk zal oplopen naar 2% over vijf jaar. Dit leidt tot een negatief verwacht totaalrendement voor staatsobligaties uit de kernlanden. Ondertussen blijven rentemarkten zeer gevoelig voor het beleid van centrale banken en politieke ontwikkelingen. Een opleving van de eurocrisis kan leiden tot een sterke vraag naar veilige staatsobligaties.

Staatsobligaties niet-kernlanden

De renteniveaus van staatsobligaties uit de niet-kernlanden lieten in de eerste acht maanden van 2018 gemiddeld genomen een zijwaartse beweging zien. Uitzondering hierop was de rente op Italiaanse staatsobligaties, die dit jaar hard opgelopen is. De winst van euro-sceptische partijen bij de Italiaanse verkiezingen in maart leidde nog niet tot paniek, maar perikelen rondom de daadwerkelijke coalitie van deze partijen wel. De nieuwe regering ligt met hun beoogde begrotingsbeleid op ramkoers met Brussel. De sterk opgelopen risico-opslag ten opzichte van Duitse

FIGUUR 8 RISICO-OPSLAG ITALIË

Bron: Bloomberg, Achmea IM



staatsobligaties duidt op grote zorgen onder beleggers (zie figuur 8). De stijging van de Italiaanse rente heeft het gemiddelde renteniveau van de niet-kernlanden opgetrokken, waardoor het verwachte rendement voor deze categorie toegenomen is ten opzichte van vorig jaar. We gaan nog steeds uit van het scenario 'instabiel evenwicht' waarbij de eurozone intact blijft. De politieke risico's in Italië in combinatie met de wegvallende steun van het opkoopprogramma vormen het grootste risico (zie special I: *Muntunie blijft wankel construct*).

Inflatiegerelateerde obligaties

Het rendement op inflatiegerelateerde obligaties (ILB) wordt bepaald door de ontwikkeling van de reële rente en de ontwikkeling van de inflatie. Beide zijn wereldwijd geleidelijk opgelopen, maar de reële rente is in sommige landen nog negatief. 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 en gestegen ten opzichte van vorig jaar. Wel ligt deze nog onder het langjariggemiddelde. De Amerikaanse inflatie is geleidelijk opgelopen. In de eurozone is de Franse en Duitse reële rente negatief en de inflatie is opgelopen. Ook in het Verenigd Koninkrijk is nog steeds sprake van negatieve reële rentes. De Britse inflatie ligt wel hoger dan die in de eurozone, maar lijkt wel over zijn piek te zijn. Naar verwachting zullen de reële rentes de komende jaren wereldwijd geleidelijk oplopen, al zal de stijging gematigd zijn. De inflatie zal naar verwachting rond de huidige niveaus schommelen. De stijging van de reële rente pakt negatief uit voor het verwachte rendement. Dit wordt gedeeltelijk gecompenseerd door de inflatievergoeding. Per saldo resulteert voor wereldwijde inflatiegerelateerde obligaties een verwacht totaalrendement van 0% (afgedekt naar euro).

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 in de eurozone droeg daaraan bij. Recentelijk zijn de risico-opslagen wat opgelopen, vooral van de financiële waarden. De totale *yield* is ten opzichte van een jaar geleden hoger. Desondanks bevindt de rente zich nog steeds op een laag absoluut niveau. Hierdoor zijn ook voor deze beleggingscategorie de vooruitzichten nog steeds zeer gematigd. De politieke risico's in combinatie met het wegvallen van het opkoopprogramma van de ECB kunnen daarbij voor verhoogde volatiliteit zorgen.

Global high yield

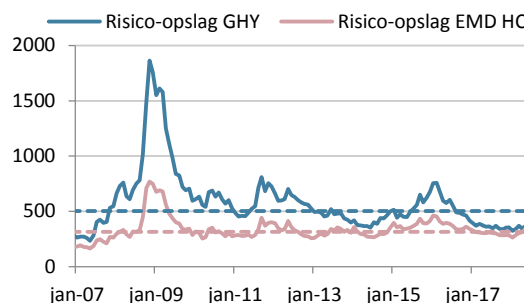
Begin dit jaar bereikte de risico-opslag op global high yield (GHY) nog het laagste niveau sinds 2007. Sinds de draai in het sentiment op de financiële markten is de risico-opslag licht opgelopen. De risico-opslag bevindt zich nog wel onder het historische langetermijn-gemiddelde (zie figuur 9). Dit komt vooral door de beperkte mate van wanbetalingen. Doordat ook de Amerikaanse rente is opgelopen ligt de totale *yield* hoger dan vorig jaar. Desondanks is het verwachte rendement voor de middellange termijn nagenoeg gelijk aan dat van vorig jaar. Het afdekken van het valutarisico drukt de rendementsverwachting, vanwege het grote verschil in de korte rente tussen de Verenigde Staten en de eurozone. Door de nog steeds hoge waardering van global high yield en de toename van de onderliggende risico's, blijft deze categorie kwetsbaar voor een economische afkoeling.

Emerging Market Debt

Gemiddeld genomen zijn de renteniveaus in de opkomende landen verder gestegen ten opzichte van de niveaus in de eurozone. Hierdoor is deze beleggings-categorie aantrekkelijker geworden ten opzichte van andere vastrentende waarden. De risico-opslag van obligaties uit opkomende landen in harde valuta (EMD HC) bevindt zich rond de historische mediaan (zie figuur 9). Voor obligaties uit opkomende landen in lokale valuta (EMD LC) bedraagt de gemiddelde *yield* 6,6% en de waardering van de valuta's uit de opkomende landen zijn gemiddeld genomen gunstig. Wel zijn de risico's op korte termijn toegenomen. Deze risico's betreffen escalatie van het handelsconflict, een sneller dan verwachte normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid

FIGUUR 9 RISICO-OPSLAG GHY EN EMD HC (BPS)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



De stippellijn is de historische mediaan van de betreffende risico-opslag.

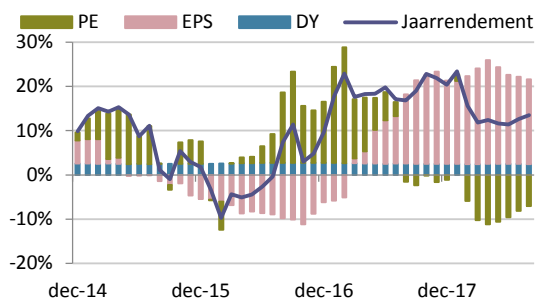
gecombineerd met een sterke appreciatie van de dollar en negatieve uitstralingseffecten van de Turkijecrisis. Ondanks deze risico's taxeren we dat de opkomende landen er fundamenteel beter voorstaan in vergelijking met vorige crises.

Aandelen

Wereldwijde aandelen hebben de afgelopen jaren per saldo hoge rendementen behaald. Deze rendementen werden vooral gedreven door de sterke winstgroei per aandeel (zie figuur 10). Wel zijn er grote regionale rendementsverschillen. Zo was het totaalrendement op Amerikaanse aandelenindices hoger dan op die van de meeste andere ontwikkelde aandelenmarkten. De koersstijgingen kwamen vooral uit de sectoren Energie en Informatietechnologie. De sector Energie profiteerde van de gestegen olieprijs. Amerikaanse aandelen profiteerden niet alleen van de sterke economische ontwikkelingen, ook de belastingvoordelen stuwden de winstgroei. Hierdoor is de winst per aandeel fors boven de trend komen te liggen. Gegeven de krapte op de arbeidsmarkt en de afname van het economische momentum zal het lastig worden om deze winstgroei vast te houden. De andere regio's zijn gunstiger gewaardeerd, maar door de dominantie van de relatief dure Amerikaanse aandelen in de wereldindex (circa 60%) is het verwachte rendement op aandelen uit de ontwikkelde landen relatief laag. In tegenstelling tot bij aandelen uit de ontwikkelde landen is het verwachte rendement voor aandelen uit de opkomende landen toegenomen ten opzichte van vorig jaar. Gegeven het aantrekkelijke verwachte rendement van aandelen opkomende landen genieten deze aandelen nog steeds onze voorkeur. Wel zijn ook voor deze categorie de risico's toegenomen.

FIGUUR 10 OPBOUW TOTAALRENDEMENT MSCI WERELD AC (IN USD)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Het gerealiseerde jaarrendement is opgebouwd uit de verandering van de waardering (PE), de winstgroei per aandeel (EPS) en het dividendrendement (DY).

Grondstoffen

De olieprijs liet afgelopen jaar een sterk herstel zien. Door de sterke economische ontwikkelingen nam de vraag naar olie toe. In combinatie met beperkingen van het aanbod van olie, bijvoorbeeld door het opnieuw initiëren van sancties tegen Iran, steeg de prijs voor een vat Brent olie gedurende het jaar naar \$80. Dit was het hoogste niveau sinds 2014. Momenteel schommelt de prijs tussen de \$75 en \$80 per vat. De andere grondstofcategorieën deden het minder goed. Vooral basismetalen daalden sterk, voornamelijk gedreven door het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China. Het verwachte rendement op grondstoffen is per saldo gedaald ten opzichte van vorig jaar. 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 positief. Het verwachte opwaarts potentieel voor de olieprijs is beperkt op de middellange termijn. De productie van 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. Per saldo verwachten we een lichte daling van de spotprijzen. Wel kunnen er op korte termijn opwaartse schokken in de olieprijs plaatsvinden door de combinatie van een aanhoudend sterke vraag, geopolitieke risico's en beperkte reservecapaciteit.

Verwachtingen illiquide beleggingen

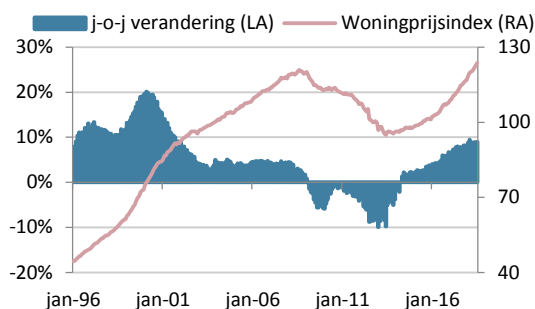
In de rest van dit hoofdstuk lichten wij de verwachte rendementen voor de middellange termijn toe van de illiquide beleggingscategorieën. Dit betreffen direct vastgoed in Nederland, infrastructuur, private equity, hedge funds en Nederlandse woninghypotheken. Door de beperkte liquiditeit, hoge aan- en verkoopkosten en de langjarige aan- en verkoopprogramma's zijn deze illiquide beleggingen niet geschikt om actief mee te sturen. Alle verwachte rendementen zijn in euro of afgedekt naar euro en na beheerkosten.

Direct vastgoed Nederland

Voor Nederlandse institutionele beleggers blijft Nederlands vastgoed een belangrijke beleggingscategorie. Het totaalrendement op vastgoed is opgebouwd uit twee componenten: het direct rendement (de huurinkomsten) en het indirect rendement (de waardeverandering van het onderliggende vastgoed). De financiële crisis van 2008 en 2009 werkte vertraagd door op de Nederlandse vastgoedmarkt. Na een aantal moeilijke jaren, herstelt de vastgoedmarkt sinds 2014. Naar verwachting zet dit herstel de komende jaren door. Hiervoor is een aantal redenen. Ten eerste ligt de Nederlandse economie er goed bij. De economische groei is hoog en de werkloosheid is laag, waardoor de leegstand daalt en markthuren stijgen. Ten tweede stijgt de rente de komende jaren naar verwachting slechts geleidelijk. De historisch lage rente blijft een stimulans voor vastgoedbeleggingen. Ten derde blijft de beleggersvraag naar vastgoed groot. Het relatief hoge directe rendement op vastgoed maakt het in deze laagrendementsomgeving voor veel beleggers een aantrekkelijke belegging. Huurwoningen blijven onder beleggers het populairste segment, al neemt ook de vraag naar kantoren weer toe. Huurwoningen hebben het tij mee. De vraag naar woonruimte is onverminderd groot waardoor leegstand minimaal is. Door de grote vraag naar deze woningen lopen de markthuren op. Ook de woningprijzen stijgen de laatste jaren sterk. De prijsdalingen over de periode 2009 – 2014 zijn meer dan goedgemaakt en de prijs van een gemiddelde koopwoning ligt inmiddels boven het niveau van voor de crisis (zie figuur 11). De combinatie van hogere huren en hogere woningprijzen resulteerde afgelopen jaren in hoge totaalrendementen voor Nederlandse huurwoningen. Het gemiddeld jaarrendement van de sector woningen in de MSCI/IPD

FIGUUR 11 ONTWIKKELING NEDERLANDSE WONINGPRIJZEN

Bron: CBS, Bloomberg, Achmea IM



Netherlands index bedraagt 13,5% over de periode 2015-2017. Op de kantorenmarkt is het herstel ingezet. Door de hoogconjunctuur neemt de vraag naar kantoorruimte weer toe, vooral in de Randstad. Wel blijft er sprake van een grote tweedeling in de markt. De goede locaties laten een herstel zien, terwijl de vooruitzichten van de minder gewilde locaties slecht blijven. De landelijke leegstand neemt weliswaar af, maar ligt met ongeveer 14% nog steeds op een hoog niveau. De kantorenmarkt blijft dus kampen met een structureel overaanbod. De markthuren herstellen dan ook nauwelijks. Alleen op de meest gewilde locaties lopen de huren op. Ook bij winkelvegoed blijft sprake van een groot verschil tussen de goede en slechte locaties. De slechtere winkellocaties lijken de bodem te hebben bereikt, maar van herstel is geen sprake. Gezien de grote structurele veranderingen in de winkelmarkt, zoals de opkomst van online-winkelen, is het ook twijfelachtig of de slechtere locaties structureel kunnen herstellen. Per saldo verwachten we voor de komende jaren voor een gespreide belegging in Nederlands vastgoed, zoals de IPD Netherlands index, een totaalrendement van circa 5% tot 6% per jaar. De bulk van dit rendement komt uit de huurinkomsten. Wanneer de kapitaalmarktrentes sterker stijgen dan verwacht, zal het rendement naar verwachting lager uitvallen.

Nederlandse woninghypotheken

Hypotheken zijn een beleggingscategorie die de afgelopen jaren onder Nederlandse institutionele beleggers snel aan populariteit heeft gewonnen. Er wordt vooral belegd in hypotheken op Nederlandse woningen. Dit gebeurt overwegend via gespecialiseerde fondsen of mandaten. Door de lage liquiditeit hebben deze beleggingen een langetermijnkarakter.

De managementkosten liggen hoger dan die van liquide alternatieven, zoals investment grade credits.

Nederlandse woninghypotheken worden historisch gekenmerkt door een relatief hoge mate van veiligheid met een aantrekkelijke risico-opslag ten opzichte van liquide kredietobligaties met een vergelijkbaar risicoprofiel. Dat maakt hypotheken, ondanks de lage liquiditeit en relatief hoge kosten, tot een aantrekkelijke beleggingscategorie. De hypotheekrente is opgebouwd uit de swaprente en een risico-opslag. De looptijd en het risicoprofiel van een hypotheek bepalen de hoogte van de risico-opslag. Na de financiële crisis van 2008 stegen de risico-opslagen op Nederlandse hypotheken naar historisch hoge niveaus. De laatste jaren dalen deze echter gestaag. Dit komt onder meer door de gestegen concurrentie. Banken, die traditioneel de hypotheekmarkt beheersten, hebben tegenwoordig geduchte concurrentie van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. Al naar gelang de looptijd en het risicoprofiel, bedraagt de risico-opslag ongeveer 100 tot 150 basispunten boven de swaprentes met een vergelijkbare looptijd. In combinatie met de verwachting dat de rente de komende jaren licht zal oplopen, betekent dit dat het verwachte rendement voor hypotheken onder druk komt te staan. Het verwachte middellangetermijnrendement na kosten is gedaald naar ongeveer 1,25% per jaar. Dit is absoluut gezien laag, maar relatief blijft het één van de aantrekkelijkste veilige vastrentende categorieën. Zo ligt het verwachte rendement ongeveer 1%-punt hoger dan dat van euro investment grade credits.

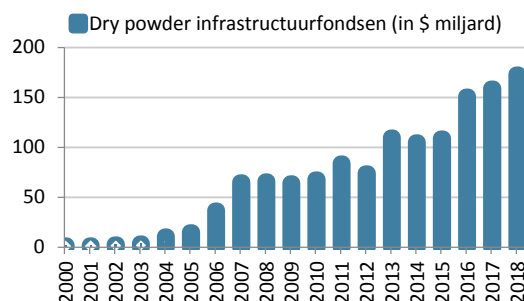
Infrastructuur

De beleggingscategorie infrastructuur omvat investeringen in fysieke voorzieningen die essentieel zijn voor het goed functioneren van de maatschappij en economie. Het is een heterogene beleggingscategorie met een breed palet aan sectoren en stijlen. Wij geven de voorkeur aan de zogenaamde *core* infrastructuur in de ontwikkelde landen. Deze beleggingsstijl wordt gekenmerkt door de stabiele, langlopende inflatiegerelateerde kasstromen. Een infrastructuurbelegging verloopt veelal via private fondsen waarvan de structuur sterk lijkt op die van private equity. De populariteit van de beleggingscategorie infrastructuur neemt wereldwijd nog steeds toe. Dit blijkt onder meer uit de fundraising. In 2015 haalden infrastructuurfondsen \$50 miljard op. Dit was in 2017 opgelopen naar \$73 miljard. Over de eerste helft van 2018 is naar schatting al voor ruim \$50

miljard aan kapitaal opgehaald. Het aantal infrastructuurfondsen stabiliseert wat betekent dat de gemiddelde fondsomvang sterk stijgt. Zo bedroeg de gemiddelde fondsomvang in 2015 ongeveer \$600 miljoen. In 2017 was dit al opgelopen naar \$900 miljoen en in de eerste helft van 2018 bedroeg de gemiddelde fondsomvang al circa \$1,5 miljard. Door de stabilisatie van het aantal infrastructuurfondsen is de markt voor infrastructuur met een beperkt aantal fondsen en fondsmanagers relatief overzichtelijk. Een reden achter de steeds groter wordende fondsen, is het feit dat de projecten (deals) steeds groter worden. Dit komt enerzijds doordat er omvangrijke projecten naar de markt komen, maar anderzijds ook door oplopende prijzen. Door het toenemend vermogen en oplopende waarderingen stijgen de prijzen. Hier staat tegenover dat het aantal deals dat afgesloten wordt de laatste tijd stukt. Voor het eerst in 10 jaar is er zelfs sprake van een daling. In 2017 vloeiende het meeste geld naar de sectoren sociale infrastructuur, zoals ziekenhuizen, en duurzame energie. Door de combinatie van veel opgehaald kapitaal, grotere fondsen, duurdere projecten en stukkende deals is de zogenaamde *dry powder* sterk toegenomen (zie figuur 12). De term *dry powder* verwijst naar het kapitaal dat een fondsmanager wel heeft, maar waarvoor nog geen geschikte investering is gevonden. Dit geld zal de komende jaren dus moeten worden geïnvesteerd. Gezien de prognoses over de behoefte aan infrastructuurinvesteringen gaat dat naar verwachting geen problemen opleveren. Tenminste, als de prijzen niet zodanig hoog zijn dat het verwachte rendement teveel wordt uitgehold. De prijzen van infrastructuurprojecten zijn door een combinatie van toenemende vraag, grote concurrentie en historisch lage rentes, naar historisch hoge niveaus gestegen. De laatste jaren zijn de waarderingen echter wel stabiel. Het verwachte rendement op infrastructuur is afhankelijk van de kwaliteit van de manager en het startjaar van het fonds (*vintage year*). Door de hogere waarderingen liggen de verwachte rendementen van de huidige *vintage years* lager dan het historische gemiddelde rendement. Dat bedraagt ongeveer 10% per jaar, maar met een hoge dispersie tussen managers en *vintage years*. Het verwachte totaalrendement na kosten voor *core* infrastructuur is met 5% tot 6% per jaar een stuk lager. Het direct rendement (de *cash yield*) is momenteel relatief laag door de opgelopen waarderingen. Daarnaast zijn de verwachtingen voor verdere prijsstijgingen beperkt. Hier staat tegenover dat de vooruitzichten voor de verwachte groei van de

FIGUUR 12 DRY POWDER INFRASTRUCTUUR

Bron: Preqin, Achmea IM



kasstromen is verbeterd door de hogere inflatie en de gunstige conjunctuur. Een sterke stijging van de rente is voor infrastructuur het belangrijkste risicoscenario. Door de lange looptijd en hoge leverage is de rente-gevoeligheid van *core* infrastructuur groot.

Private equity

De actieve en illiquide beleggingscategorie private equity blijft onveranderd populair bij beleggers. In 2016 en 2017 haalden private-equityfondsen recordbedragen op. Op kwartaalbasis werd in 2017 gemiddeld meer dan \$100 miljard aan kapitaal opgehaald. In de eerste helft van 2018 liep dit wat terug, maar de opgehaalde bedragen blijven historisch hoog. Dit betekent wel dat er ook bij private equity veel geld langs de zijlijn staat te wachten op goede investeringsmogelijkheden. Deze *dry powder* steeg van \$1.300 miljard in 2015 tot \$1.800 miljard in 2018. Om dit in perspectief te plaatsen: in 2017 werd er voor ongeveer \$440 miljard aan private equity deals gesloten. De omvangrijke *dry powder* laat zien dat private-equitymanagers de investeringsdrang weerstaan. Ze laten zich niet verleiden om op grote schaal, tegen elke waardering, te investeren. Private equity is bij uitstek een actieve beleggingscategorie. Het rendement komt van de meerwaarde die de private-equitymanagers creëren bij de bedrijven waarin ze investeren. Een belegger zit in principe de hele looptijd, veelal 10 jaar, vast aan het fonds. Een goede managerselectie is dus van doorslaggevend belang. Door de structuur van een private-equitybelegging is ook het *vintage year* een belangrijke bepalende factor voor het rendement, net als bij infrastructuur. Goede *vintage years* zijn de jaren waarin private-equityfondsen tegen gunstige waarderingen in bedrijven kunnen beleggen. Uit onderzoek blijkt dat goede en slechte *vintage years* een relatie hebben met de conjunctuurcyclus en de

waarderingen op de publieke aandelenmarkten. Zo waren de jaren direct na de kredietcrisis door de lage waarderingen goede jaren om te investeren. Private equity heeft dan ook een goede periode wat betreft totaalrendementen achter de rug. Gegeven de huidige waarderingen zal het verwachte rendement op de recente *vintage years* lager zijn. Een ander punt van aandacht is het klimaat voor de exit. Er is een duidelijke trend zichtbaar dat private equity partijen bedrijven niet naar de beurs brengen, maar privaat houden. Dit doen ze enerzijds door bedrijven langer vast te houden en anderzijds door bedrijven door te verkopen aan andere private-equitymanagers. Dit laatste hoeft niet persé slecht te zijn voor een belegger. Door verschillen in expertise kan het zinvol zijn dat bijvoorbeeld een *venture* fonds, dat vooral expertise heeft voor de opstartfase van een bedrijf, een bedrijf doorverkoopt aan een *growth* manager die beter in staat is om het bedrijf verder te laten groeien. Bij een goede managersselectie biedt private equity zicht op gemiddeld genomen een 3% netto excesrendement per jaar boven dat op de aandelen ontwikkelde landen. Dit komt neer op een verwacht totaalrendement van circa 6% per jaar. Belangrijke randvoorwaardes daarbij zijn een goede spreiding over verschillende *vintage years* en een goede managersselectie.

Hedge funds en alternatieve risicopremies

De heterogene categorie hedge funds 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. De meerwaarde van hedge funds komt van de kwaliteit van de manager (de *alpha*) en de specifieke strategie van de manager. Hedge funds hebben daarom vooral meerwaarde als bron van diversificatie en risicoreductie binnen de portefeuille. Hieruit volgt een voorkeur voor de hedgefundstrategieën Global Macro en CTA (*trend following*). In tegenstelling tot de meeste andere beleggingscategorieën zijn Global Macro en CTA relatief ongevoelig voor veranderingen in de economische groei en inflatie. Hetzelfde geldt voor de zogenaamde alternatieve risicopremies. Alternatieve risicopremies zijn een verzamelnaam voor verschillende systematische strategieën zonder blootstelling naar de traditionele risicofactoren. De bekendste alternatieve risicopremies zijn Waarde, Momentum en Carry. Hedge funds en

alternatieve risicopremies worden gekenmerkt door een lage correlatie met de traditionele beleggingscategorieën aandelen en vastrentende waarden. Hedge funds hebben het al een aantal jaren moeilijk, al was 2017 een goed jaar voor de brede hedgefundindex. De strategieën Global Macro en CTA worstelen echter met de huidige beleggingsomgeving. Het zeer ruime monetaire beleid dat alle beleggingscategorieën omhoog stuwde, de zeer lage rentes en de historisch lage volatiliteit in de jaren voor 2018 maakten het voor de meeste Global Macro en CTA-managers moeilijk. Nu het monetaire beleid langzaam normaliseert en de Amerikaanse rentes oplopen, zullen naar verwachting de correlaties tussen beleggingscategorieën afnemen en de volatiliteit op de financiële markten stijgen, zoals we in de eerste acht maanden van 2018 hebben gezien. In een dergelijke omgeving moeten hedge funds beter in staat zijn om hun meerwaarde te laten zien. Het absolute verwachte rendement blijft met circa 3,25% per jaar echter laag. Het verwachte rendement op hedge funds bestaat namelijk uit het rendement op kasgeld plus een strategie-afhankelijke opslag. De hoogte van de opslag is het gevolg van de karakteristieken van de strategie en de *skill* van de manager. Op basis van historische data schatten wij deze opslag op circa 3% per jaar na beheerkosten. Doordat het rendement op kasgeld in de eurozone de komende jaren tussen de 0% en 1% schommelt, bestaat het verwachte totaalrendement op hedge funds dus grotendeels uit de genoemde opslag. Voor alternatieve risicopremies is het verwachte rendement sterk afhankelijk van de samenstelling van de onderliggende portefeuille en de nagestreefde doelvolatiliteit. De goede diversificatie-eigenschappen van hedge funds en alternatieve risicopremies zijn intact, waardoor ze een waardevolle toevoeging zijn aan de totale portefeuille.

Financial market conditions remain accommodative for advanced economies (...) but this could change rapidly. Possible triggers include rising trade tensions and conflicts, geopolitical concerns, and mounting political uncertainty.

IMF World Economic Outlook Update juli 2018

Muntunie blijft wankel construct

De kans is reëel dat de eurocrisis op termijn weer oplaat. De euro-sceptische Italiaanse regering ligt op ramkoers met Brussel en de ECB stopt eind dit jaar met het opkopen van staatsobligaties. Hiermee vervalt een belangrijke steunpilaar voor de euro-obligatiemarkt. Een eenvoudige oplossing voor de eurocrisis is niet voorhanden. De euro is fundamenteel instabiel vanwege de grote verschillen tussen de eurolanden. Daarnaast ontbreekt het draagvlak voor verdere integratie. Het risico van een ongecontroleerde *break-up* is niet verwaarloosbaar. Kortom, de toekomst van de eurozone blijft ongewis.

Reële kans op nieuwe eurocrisis

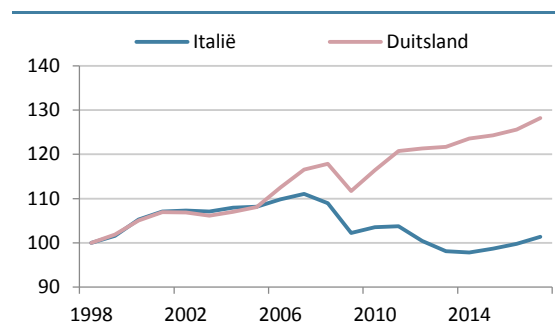
De economie in de eurozone doet het momenteel over de hele linie goed. Maar deze cyclische opleving verhult enkele structurele problemen in het eurogebied. De eurozone kent diverse structurele uitdagingen, waaronder vergrijzing en hoge schuldniveaus in sommige landen. Mede hierdoor is de potentiële economische groei voor de meeste landen beperkt. Op korte termijn domineren de wereldwijde handelsoorlog en de ophanden zijnde brexit het nieuws. Door de economische opleving, een aantal institutionele versterkingen en de extreme maatregelen van de ECB zijn de gebreken van de muntunie wat uit het zicht geraakt. Maar de kans is groot dat dit stilte voor de storm blijkt te zijn. De ECB stopt eind dit jaar met het opkoopprogramma en daarnaast duiden vertrouwens-indicatoren op een afzwakking van de economische groei in de eurozone. Daarbij zorgt de verzwakking van het politieke midden in veel eurolidstaten ervoor dat een structurele oplossing voor de onbalans in het eurogebied verder weg lijkt dan ooit.

Italië in de schijnwerpers

De situatie in Italië springt het meeste in het oog. Sinds mei heeft Italië een euro-sceptische regering bestaande uit een coalitie van de Vijfsterrenbeweging en de Lega. De verkiezingen werden door deze partijen gewonnen met beloftes van belastingverlagingen en hogere overheidsuitgaven. Ook willen ze enkele hervormingen terugdraaien, zoals de verhoging van de pensioenleeftijd. Een confrontatie met de Europese Commissie over de financiële huishouding ligt dus voor de hand. De Italiaanse regering wil de economie aanzwengelen, maar deze kent een aantal structurele zwakheden. De potentiële economische groei en concurrentiekracht zijn laag. De Italiaanse economie blijft al jaren achter bij de

FIGUUR 13 BRUTO BINNENLANDS PRODUCT PER HOOFD VAN DE BEVOLKING (INDEX, 1998=100)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



andere eurolanden, waaronder Duitsland. De Duitse economie heeft een nieuw hoogtepunt bereikt, terwijl de Italiaanse economie zich nog onder het niveau van voor de crisis bevindt (zie figuur 13). De Italiaanse werkloosheid is met bijna 11% nog steeds hoog, vooral onder jongeren. De Italiaanse politiek maakt geen aanstalten om de economie te hervormen. Dit is eigenlijk de enige weg om van het EMU-lidmaatschap een langetermijnsucces te maken. Daarbij is de overheidsschuld hoog en stijgt deze waarschijnlijk verder. Daarnaast kent Italië zwakke instituties en is de governance matig. Binnen Italië is de steun voor de euro gedaald, al zien veel Italianen ook grote risico's bij een eventueel uittreden uit de muntunie.

Geen optimaal valutagebied

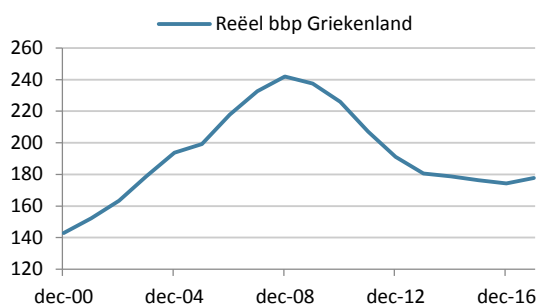
Een gezamenlijke munt functioneert niet voor landen met zeer verschillende politieke, sociale en economische stelsels. Wanneer de economische cycli van de landen in de muntunie niet synchroon lopen, zijn aanpassingsmechanismen nodig om schokken op te vangen. Dit zijn een hoge arbeidsmobiliteit, flexibele lonen en prijzen en een budgettair herverdelingsmechanisme. In de eurozone is hier maar beperkt sprake van. Het grootste probleem voor de eurolanden is dat door de muntunie het monetaire beleid en de valuta zijn weggevallen als economisch aanpassingsmechanisme. Hierdoor zijn landen kwetsbaar voor schuldcrisis, want het valutarisico is ingewisseld voor wanbetalingsrisico. Daarnaast zijn landen door de euro in de huidige vorm beperkt in het voeren van hun eigen begrotingsbeleid, waardoor ze in grote economische problemen kunnen komen. Het bekendste voorbeeld hiervan is Griekenland.

Steunprogramma Griekenland beëindigd

Sinds 20 augustus staat Griekenland financieel gezien weer op eigen benen. Afgelopen maand is namelijk een einde gekomen aan het derde steunprogramma nadat de laatste lening van €15 miljard uit het Europese noodfonds ESM aan Griekenland verstrekt is. Momenteel heeft Griekenland voldoende geld in kas, ruim €24 miljard, en heeft een groot deel van de staatsschuld een lange looptijd. De kans op financiële problemen op korte termijn is dus klein. Sinds 2010 heeft Griekenland voor circa €257 miljard aan bilaterale leningen en leningen uit de diverse noodfondsen ontvangen om de economische crisis te bezweren. Dit bedrag is groter dan de omvang van de totale Griekse economie. Deze bedroeg circa €178 miljard in 2017 (zie figuur 14). De noodhulp kwam in ruil voor ingrijpende structurele hervormingen en bezuinigingen. Griekenland heeft recent ook verdere schuldelichting gekregen, vooral door het verlengen van de looptijd van bestaande leningen en het opschuiven van rentebetalingen. Dit komt bovenop de schuldsaneringen die in 2012 en 2017 hebben plaatsgevonden.

FIGUUR 14 OMVANG GRIEKSE ECONOMIE (MLD €)

Bron: Bloomberg, Achmea IM

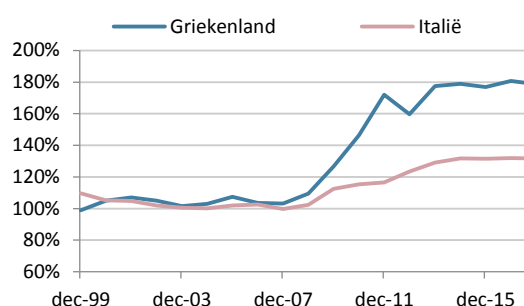


Is de Griekse schuld houdbaar?

Volgens de Europese Commissie is de Griekse staatsschuld houdbaar, maar deze instantie hanteert zeer ambitieuze verwachtingen ten aanzien van de economische groei en het begrotingsoverschot. Ook benadrukt de Europese Commissie dat de Griekse overheid moet doorgaan met het voltooien van hervormingen. Het IMF is kritischer over de houdbaarheid van de Griekse schuld en stelt de onderliggende optimistische aannames van de Europese Commissie ter discussie. Het IMF pleit dan ook voor verdere schuldelichting. De schuld als percentage van het bbp is met bijna 180% nog steeds erg hoog (zie figuur 15).

FIGUUR 15 OVERHEIDSSCHULD (% VAN HET BBP)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Griekenland is niets opgeschoten met de euro

Er heerst grote onzekerheid omtrent de langetermijnvoorspellingen van deze instituties. Maar ondanks alle schuldsaneringen en de vele hulpprogramma's is de Griekse economische situatie nog steeds somber. De economie herstelt weliswaar voorzichtig, het IMF verwacht circa 2% economische groei in 2018, maar de Griekse economie is nu nog circa 25% kleiner dan in 2007 (zie figuur 14). Dit geeft aan hoe extreem de economische neergang is geweest. De werkloosheid daalt de laatste jaren gestaag, maar is met ruim 20% nog steeds hoog. Ook de jeugdwerkloosheid is hoog en veel jongeren zijn tijdens de crisisjaren geëmigreerd. De economische crisis heeft permanente schade aan de economie toegebracht, waardoor de groeipotentie op lange termijn onder druk staat. Hierdoor is de schuldenlast nog moeilijker te dragen voor Griekenland, waardoor een nieuwe ronde van schuldkwijtschelding onvermijdelijk lijkt. Gezien het magere economische herstel rijst de vraag of het verstandig is geweest van Griekenland om in de euro te blijven. Landen die in het verleden een zware economische crisis meemaakten, zoals Argentinië in de periode 1998-2002, herstelden pas nadat monetaire autonomie verkregen werd en de valuta sterk in waarde daalde. Een flexibele wisselkoers levert een belangrijke bijdrage aan het herstel van onbalansen in de economie en het herwinnen van concurrentiekracht. Door de lage potentiële economische groei, de hoge overheidsschuld en het euroeurslijf zijn de economische vooruitzichten voor Griekenland matig.

Wat gaat Italië doen?

Griekenland heeft gekozen om deel te blijven uitmaken van de monetaire muntunie. Ook in Italië is het officiële regeringsstandpunt dat het eurolidmaatschap niet ter

discussie staat. Toch hebben diverse politici, waarvan sommigen nu deel uitmaken van de Italiaanse regering, zich zeer kritisch uitgelaten over de euro. Daarnaast passen de ambitieuze begrotingsplannen van de Italiaanse regering niet binnen de Europese begrotingsregels. De coalitiepartijen hebben de verkiezingen gewonnen met het mandaat om de economie flink te stimuleren. De omvang van het pakket aan maatregelen wordt geschat op 6,7% van het bbp. (circa € 120 miljard). Dit zal leiden tot stijgende overheidstekorten, terwijl de staatsschuld al hoog is. De Italiaanse overheidsschuld bedraagt ruim 130% van het bbp en ligt ver boven de 60% die afgesproken is in het Europese Groei- en Stabiliteitspact is (zie figuur 15). Een clash tussen Rome en Brussel kan dus niet uitblijven. Deze botsing kan al op korte termijn plaatsvinden, want in september en oktober moet Italië documenten indienen bij de Europese Commissie over de financiële huishouding en de begroting voor volgend jaar. De vraag is in hoeverre een compromis bereikt kan worden. In de praktijk zal de omvang van het stimuleringspakket waarschijnlijk lager uitvallen, maar het laten oplopen van het begrotingstekort gaat in tegen de afspraken met de Europese Commissie. Daarnaast is de Italiaanse politieke situatie complex vanwege de grote ideologische verschillen tussen de Vijfsterrenbeweging en de Lega. Eventuele nieuwe verkiezingen in Italië zullen niets aan deze situatie veranderen. In de peilingen staan beide partijen op circa 30% van de stemmen. Op de achtergrond speelt de spanning tussen het behouden van nationale soevereiniteit en het overdragen van bevoegdheden aan Brussel. Daarnaast bedreigt de migratiecrisis de politieke eenheid in Europa en deze zet druk op de sociale en culturele cohesie in de samenleving. Politiek gezien blijft het dus spannend in Europa.

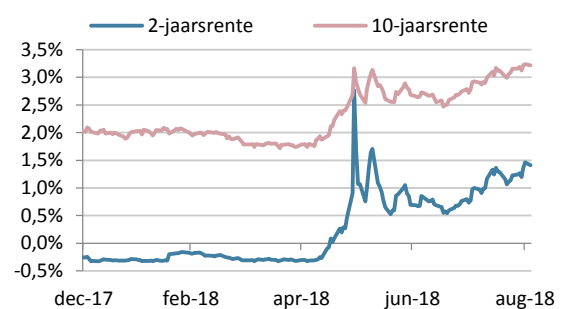
Spanning op financiële markten neemt toe

Ook op de financiële markten neemt de spanning toe. Dit jaar zijn er al diverse oprispingen van de volatiliteit geweest. Na de formatie van de Italiaanse regering stegen de Italiaanse renteniveaus fors (zie figuur 16) en daalde de Italiaanse aandelenmarkt. Ook in augustus werden Italiaanse beleggingen geraakt als gevolg van de discussie over de begroting. Vooral de snelheid en de heftigheid van de marktbevingen is zorgelijk. Italiaanse staatsobligaties worden waarschijnlijk nog kwetsbaarder wanneer de ECB het opkoopprogramma afbouwt in het vierde kwartaal en vervolgens stopzet. Hierdoor valt de *lender of last resort* weg voor Italië. De

Italiaanse renteniveaus liggen nu fors boven die van Duitsland met vergelijkbare looptijden. Het gevolg is dat één van de zwakste economieën uit de eurozone, een relatief hoge (reële) rente heeft en een lage inflatie. Dit zorgt voor extra druk op de Italiaanse economie en de verschillen in economische ontwikkeling tussen de landen in de eurozone worden alleen maar groter. Hierdoor ontstaat een nog grotere kloof tussen het monetaire beleid dat passend is voor specifiek Italië en bijvoorbeeld Duitsland. Nu de (loon)inflatie in Duitsland toeneemt, zal daar de roep om een krappere monetair beleid luider worden. Dit brengt de ECB is een lastig parket, omdat Italië juist niet gebaat is bij een krappere beleid.

FIGUUR 16 ITALIAANSE RENTENIVEAUS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Koers voor een federaal Europa

De Europese instituties zetten ondertussen in op een verdere federalisering van Europa, zoals uitgewerkt in het Vijfpresidentenplan. Zo is er een Europese bankenunie waaraan nog wordt gewerkt en worden er regelmatig plannen gelanceerd voor een gedeelde begrotingsverantwoordelijkheid van de eurozonelanden. Het doel is een *ever closer union*. De laatste tijd is hiermee echter weinig voortgang geboekt. Plannen voor gedeelde begrotingsverantwoordelijkheid liggen op de tekentafel en een Europees depositostelsel voor rekeninghouders, onderdeel van de bankenunie, stuit op weerstand. Het breekpunt is vaak de verdere overdracht van soevereiniteit van de afzonderlijke landen aan Brussel en de vraag in hoeverre de financieel sterkere landen gaan opdraaien voor de financieel zwakkere landen. Dat landen continue Europese afspraken met voeten treden, helpt natuurlijk niet. Per saldo kalft het draagvlak voor verdere federalisering af. Waar in eerste instantie de hoop was gevestigd op de Franse president Emmanuel Macron met zijn pro-Europese agenda en de

voortzetting van de CDU/SPD-coalitie in Duitsland, wijzen de politieke ontwikkelingen in de meeste andere landen in een andere richting. Het politieke zwaartepunt neigt in Europa richting meer beleidsruimte voor de afzonderlijke natiestaten. Dit geldt zeker voor Italië, maar ook in Duitsland ligt bondskanselier Angela Merkel steeds vaker onder vuur. De animo voor verdere integratie is in ieder geval erg beperkt en per saldo worden weinig concrete stappen gezet. Ondersteund door de economische opleving is de directe noodzaak voor verdere hervormingen beperkt geweest. Maar op termijn zal de economische realiteit de politiek inhalen.

Kans op *break-up* niet verwaarloosbaar

Vooralsnog lijkt de kans dat Italië de euro verlaat klein. Maar deze kans is niet verwaarloosbaar en neemt toe. Een eventuele *QuitItaly* zal chaotisch verlopen en leiden tot een heftige financiële crisis. Het vertrek van Italië leidt namelijk tot een existentiële bestaanscrisis van de euro. De Italiaanse economie zal fors krimpen en de inflatie zal sterk oplopen. De bankensector zal in grote problemen komen. De onzekerheid omtrent een dergelijk scenario is enorm. Het is dan ook lastig om op dit scenario in te spelen, aangezien het uiteindelijk politieke besluiten zijn die het verloop bepalen. Wel is duidelijk dat de risico's voor de eurozone aan de onderkant zitten. De Italiaanse economie is tien keer zo groot als de Griekse. Maar ondanks dat het onmogelijk is een kans aan een ongecontroleerde euro *break-up* te hangen, kunnen we een grove inschatting maken van de potentiële gevolgen. Europese aandelenmarkten zullen een flinke klap krijgen waarbij vooral bankaandelen geraakt zullen worden. De Italiaanse aandelenmarkt zal het hardst getroffen worden. Een halvering van de koersen is dan niet uit te sluiten. Ook Italiaanse staatsobligaties zullen onderuit gaan. Hetzelfde geldt voor de Italiaanse financiële sector die nog steeds veel Italiaanse staatsobligaties in hun bezit heeft. Pas wanneer er duidelijkheid is over een nieuwe Italiaanse valuta, en wat de andere landen binnen het eurogebied gaan doen, zal de situatie enigszins stabiliseren. De nieuwe Italiaanse munt zal fors depreciëren, waardoor de euroschulden voor Italië onhoudbaar zijn. Ook de euro zal in eerste instantie flink dalen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Aangezien waarschijnlijk alle eurobeleggingen in meer of mindere mate geraakt zullen worden, zal internationale spreiding buiten het eurogebied cruciaal zijn. Niet-euro beleggingen, zoals Amerikaanse staats obligaties, zullen dan fungeren

als veilige vluchthaven. Ondanks dat het niet ons hoofdsce­nario is dat Italië uit de euro stapt, zal de volatiliteit van Italiaanse beleggingen voorlopig hoog blijven. Italiaanse staatsobligaties zijn momenteel nog investment grade (BBB-rating), maar de Italiaanse regering wordt met argusogen gevolgd door de kredietbeoordelaars. Het risico-/rendementsprofiel van Italiaanse staatsobligaties wijkt dan ook steeds meer af van dat van de andere eurolanden.

Bent u van mening dat Italië de euro vroeg of laat zal verlaten? "Ik ben ervan overtuigd."

Antwoord van Claudio Borghi (voorzitter van de Italiaanse begrotingscommissie en lid van de eurosceptische Lega) tijdens een interview op 19 juli 2018

Conclusie

De eurocrisis suddert nog steeds op de achtergrond. De politieke ontwikkelingen van het afgelopen jaar staan een structurele oplossing in de weg, waardoor de muntunie wankel blijft. Vooral Italië is een zorgenkind voor de euro. Na de Italiaanse verkiezingen dit voorjaar is de onrust op de financiële markten toegenomen en zijn Italiaanse staatsobligaties verder afgedreven van de status van een veilige belegging. De verwachte confrontatie tussen Italië en Brussel over de begroting zal leiden tot een verdere toename van de volatiliteit. Daarnaast stopt de ECB eind dit jaar met het opkoopprogramma. Italiaanse staatsobligaties ogen daarom kwetsbaar. Een eenvoudige oplossing voor de eurocrisis is er niet, omdat de euro geen optimaal valutagebied is en vanwege het incomplete institutionele ontwerp van de muntunie. Het draagvlak voor een verdere federalisering van de eurozone is er niet. Maar zolang de euro in de huidige vorm bestaat, zal dit leiden tot divergentie in economische groei tussen de lidstaten en zal de sociale onrust aanhouden. De risico's voor het huidige instabiele evenwicht zijn toegenomen en de kans op een *break-up* is niet verwaarloosbaar. Maar een crisis kan ook leiden tot nieuwe maatregelen die de muntunie bestendigen. Dit zijn onvoorspelbare politieke keuzes. Het is ondanks alle politiek en economische bezwaren tegen de euro nu vooral aan Italië om de kapitaalmarkten te overtuigen dat het financieel in het gareel blijft. Zo niet, dan komt de veiligheid van Italiaanse obligaties serieus in het geding.

Handelsoorlog bedreigt wereldeconomie

Handelsconflicten zijn terug van weggeweest. Na decennia van globalisering en vrijhandel steekt protectionisme de kop weer op. Met zijn *America First* beleid zoekt de Amerikaanse president Trump nadrukkelijk de confrontatie op met zijn handelspartners. Een grootscheepse handelsoorlog is hierdoor één van de grootste risicoscenario's voor de wereldeconomie en de financiële markten. De confrontatie tussen de Verenigde Staten en China is potentieel het explosiefst. Dit conflict draait namelijk om veel meer dan het grote Amerikaanse handelstekort.

Het einde van een tijdperk

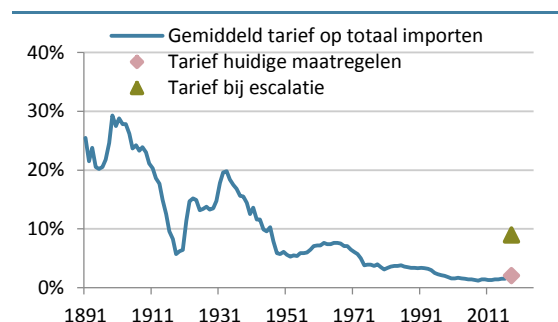
In juli 2018 voerde de Verenigde Staten importtarieven in op een reeks producten uit de Europese Unie en China. Hiermee ging het grootste handelsconflict dat de wereld in ruim drie decennia heeft gezien een nieuwe fase in. Het luidt ook het einde in van een tijdperk van ongebreidelde globalisering. Onder globalisering verstaan we de trend die het vrij bewegen van goederen, diensten, arbeid en kapitaal over de wereld bevordert. Decennialang werd vrijhandel wereldwijd gezien als een bron van welvaart voor alle handelspartners. Daarom werden handelsbelemmeringen afgebroken, importtarieven verlaagd (zie figuur 17) en vrijhandelsverdragen gesloten. Belangrijke mijlpalen waren de oprichting van de Wereldhandelsorganisatie (WTO), het Noord-Amerikaanse vrijhandelsverdrag (Nafta), de Europese interne markt en de toetreding van China tot de WTO. Deze ontwikkelingen drukten hun stempel op de wereldeconomie. De internationale handelsstromen zijn structureel harder gegroeid dan het bruto binnenlands product (bbp) en de productieketens van bedrijven zijn steeds internationaler geworden. Nooit eerder in de wereldgeschiedenis waren de economieën van landen zo innig met elkaar verweven en nooit eerder maakten de wereldwijde handelsstromen zo'n groot deel uit van de wereldeconomie. Dit betekent ook dat een handelsoorlog nu potentieel veel grotere gevolgen heeft dan in het verleden.

Terugkeer van protectionisme

Met zijn confronterende beleid legt Trump de bijl aan de wortel van het internationale handelssysteem. Ironisch genoeg een systeem dat juist is opgebouwd onder aanvoering van de Amerikanen. In de periode na de Tweede Wereldoorlog was er brede consensus onder academici en beleidsmakers dat vrijhandel de welvaart verhoogt. Vrij verkeer van goederen en diensten

FIGUUR 17 AMERIKAANSE IMPORTTARIEVEN ZIJN HISTORISCH LAAG, MAAR VOOR HOE LANG NOG?

Bron: U.S. International Trade Commission, Achmea IM



verhoogt de efficiëntie in de economie. Door onderlinge concurrentie richten landen zich op die sectoren waar ze een comparatief voordeel hebben. Dit verlaagt de kosten voor het bedrijfsleven en de prijzen voor de consument. Handelsbelemmeringen werken juist marktverstrend en brengen zo welvaartskosten met zich mee. Dit positieve beeld over vrijhandel leefde echter niet altijd. Vooral in de 19^e eeuw werd protectionisme als een noodzakelijk instrument gezien om de eigen industrie te beschermen en te ontwikkelen. Zo beschermden zowel de Verenigde Staten als Duitsland hun industrie tegen de concurrentie. Het afschermen van de eigen markt stelde ze in staat om zelf een sterke industrie te ontwikkelen die de concurrentie aankon met die van het Verenigd Koninkrijk, destijds de dominante wereldmacht. Er waren vooral twijfels of ooit voldaan kon worden aan de voorwaarden waaronder vrijhandel voor beide partijen het beste economische systeem is. Daarvoor moet handel eerlijk, gelijkwaardig en wederkerig zijn. Het negatieve beeld over vrijhandel veranderde vooral na de Grote Depressie van de jaren dertig. De meeste onderzoekers zijn het erover eens dat de handelsoorlog, die toen door de Verenigde Staten werd ontketend, de depressie heeft verergerd.

China als strategische tegenstander

Het beleid van de regering Trump grijpt terug op het Amerikaanse beleid uit de 19^e eeuw. In de ogen van Trump is handel niet per se goed voor beide partijen. Het kan een *zero-sum game* zijn waarbij de winst voor de één het verlies is voor de ander. Dit valt goed bij een groot deel van het electoraat dat tot de verliezers van de globalisering kan worden gerekend. Dit zijn de arbeiders die hun industrieën hebben zien verdwijnen naar

lagelonenlanden. Ook denkt de regering Trump in termen van strategische uitdagingen. In de tweede helft van de 19^e eeuw was het de strategische uitdaging om het economische, technologische en militaire gat met het Verenigd Koninkrijk te dichten. Nu is het strategische doel van de Verenigde Staten om de economische, technologische en militaire voorsprong op het opkomende China te behouden. Trump hamert onder meer op het feit dat de huidige wereldhandel niet eerlijk, gelijkwaardig en wederkerig is. Daarbij wijst hij niet alleen op het enorme handelsoverschot dat China met de Verenigde Staten heeft, maar ook op de gedwongen overdrachten van technologie, de beperkte markttoegang voor Amerikaanse bedrijven tot buitenlandse markten en de diefstal van intellectueel eigendom. In de ogen van Trump vernietigt China de industriële basis van de Amerikaanse economie.

Bilateraal in plaats van multilateraal

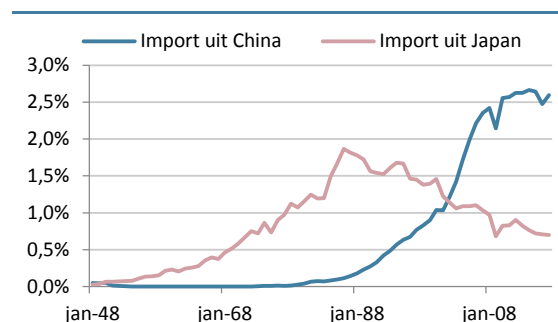
Trump neemt afstand van het in zijn ogen gebrekkige wereldhandelssysteem. Hij zoekt een betere *deal* voor de Verenigde Staten. Daarbij zoekt hij bewust de confrontatie op met de Amerikaanse handelspartners. Niet alleen met China, maar ook met bondgenoten. Trump lijkt daarbij in te zetten op het sluiten van bilaterale handelsafspraken en voorbij te gaan aan multilaterale afspraken, zoals vastgelegd in het WTO-verdrag. Er zijn momenteel drie belangrijke handelsconflicten:

- Nafta. Trump wil het vrijhandelsverdrag met Mexico en Canada herzien. De onderhandelingen lopen en overeenstemming lijkt binnen handbereik. Er is een grote kans dat dit conflict met een sissie afloopt;
- EU. Daarbij is vooral Duitsland en de Duitse auto-industrie de gebeten hond. Op de achtergrond lijken meer zaken mee te spelen, zoals het feit dat diverse EU-lidstaten al decennialang te weinig in hun defensie investeren. Na het over en weer instellen van importtarieven is er nu sprake van een staakt-het-vuren. Onderhandelingen zijn opgestart om tot een definitieve oplossing te komen. Daarbij wordt ook gekeken naar het hervormen van de WTO;
- China. Zoals eerder aangegeven is dit het meest explosieve conflict. De Verenigde Staten hebben een zeer groot handelsbalanstekort ten opzichte van China. Tegelijkertijd is China geen bondgenoot, maar de belangrijkste strategische tegenstander. De *Made in China 2025* strategie botst met de belangen van de Verenigde Staten.

Escalatie op alle drie de fronten zou vooral de Verenigde Staten hard raken. Het meest waarschijnlijke scenario is dat Trump zich richt op het handelsconflict met China en de andere handelsdisputen probeert te bevriezen. Het blijft echter gissen naar het uiteindelijke doel. Een mogelijke optie is dat Trump inzet op een herhaling van het Plaza-akkoord uit 1985. Ook toen had de Verenigde Staten een groot handelsbalanstekort, vooral met Japan (zie figuur 18). Dit tekort werd aangejaagd door de sterke Amerikaanse dollar. In het Plaza-akkoord besloten de Verenigde Staten, Japan, Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk om gezamenlijk in te grijpen op de valutamarkten om zo de waarde van de Amerikaanse dollar te drukken. De effecten daarvan waren echter gemengd. Ook is het twijfelachtig of China überhaupt openstaat voor pogingen om het enorme handelsbalansoverschot terug te dringen.

FIGUUR 18 IMPORTEN ALS % VAN HET AMERIKAANSE BBP

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Groot handelstekort met China bron van onrust

Het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China heeft de grootste kans om te escaleren tot een grote handelsoorlog. Door de eerder aangestipte strategische dimensie is het echter ook moeilijk om tot een oplossing te komen. In het conflict met China zoekt Trump de confrontatie om zo China tot onderhandelingen te dwingen. De Verenigde Staten heeft op \$50 miljard aan Chinese importen een importtarief van 25% gezet. China sloeg vrijwel direct terug met heffingen op Amerikaanse producten. Trump dreigt nu met het instellen van een 10%-tarief op \$200 miljard aan importen. Dit tot woede van de Chinezen die dreigen net zo hard terug te slaan. Daarmee neemt de kans snel toe dat het handelsconflict ontspoord tot een grote handelsoorlog, waarbij China en de Verenigde Staten elkaar over en weer te lijf gaan met importtarieven, quota's en andere handels-

belemmeringen. De kans is groot dat ook de rest van de wereld hier negatieve gevolgen van gaat ondervinden.

Een handelsoorlog schaadt de economische groei

Een complete handelsoorlog komt overeen met een grote negatieve aanbodschock voor de wereldeconomie. Zeker wanneer de handelsoorlog het begin betekent van het (deels) terugdraaien van de globalisering, zullen de effecten lang doorwerken. De negatieve impact loopt langs meerdere kanalen. Naast de directe impact op de exporten en de importen zijn er ook veel indirecte economische effecten. Zo verhogen de handelsbarrières de kosten van goederen en diensten in de economie. Niet alleen door importtarieven, maar ook doordat de productieketens van het bedrijfsleven worden verstoord. De productie zal daardoor minder efficiënt worden, waardoor ook de productiviteitsgroei onder druk komt te staan. Door alle onzekerheid daalt het vertrouwen van consumenten en producenten. De consumentenbestedingen en investeringen vallen daardoor terug. Zo schat het IMF dat de sterke groei van de wereldhandel het wereldwijde bbp de afgelopen 20 jaar met 3% tot 7% heeft verhoogd. Door het terugdraaien van deze handel zou dus één tot twee jaar aan wereldwijde groei worden uitgewist. Een wereldwijde recessie is dan zo goed als zeker. Wanneer de handelsbelemmeringen blijven bestaan, zal ook de potentiële economische groei lager worden. Hoe groot de schok precies is, is echter lastig te schatten. Daarvoor zijn er teveel onbekende variabelen en is er te weinig historisch vergelijkingsmateriaal beschikbaar. Het grootste doembeeld is de handelsoorlog gedurende de Grote Depressie in de jaren 30. De handelsoorlog was weliswaar niet de oorzaak van de depressie, maar het instorten van de wereldhandel maakte de economische neergang wel erger. Doordat de wereldeconomie tegenwoordig meer is geïntegreerd, ligt het voor de hand dat de negatieve effecten op de economische groei nu groter zijn.

Kwetsbaarheid verschilt per land

De gevoeligheid voor een handelsoorlog verschilt per land. De landen die de afgelopen decennia het meest hebben geprofiteerd van de globalisering zijn het meest kwetsbaar. Deze gevoeligheid schatten we in met behulp van de ratio van exporten tot bbp. Naarmate de exporten een groter percentage uitmaken van de economie is een land gevoeliger voor de veranderingen in de wereldhandel. In figuur 19 laten we voor een groot aantal landen de ontwikkeling in deze ratio zien. Uit de

cijfers blijkt dat de Verenigde Staten een relatief gesloten economie heeft. De export als percentage van de economie bedraagt bijna 12%. Toch is het land waarschijnlijk kwetsbaarder dan dat het op basis van de exportcijfers lijkt. De productieketens van Amerikaanse bedrijven zijn de laatste jaren geïnternationaliseerd. Daarnaast zijn voor een deel van de importen geen of nauwelijks binnenlandse alternatieven voorhanden. Daardoor kan een handelsoorlog toch grote gevolgen hebben voor het Amerikaanse bedrijfsleven. Opvallend is dat het aandeel van de exporten in de Chinese economie helemaal niet zo hoog is. Dit bedraagt bijna 20% en is lager dan het wereldwijde gemiddelde. Het meest kwetsbaar voor veranderingen in de globalisering zijn de kleinere Aziatische economieën en Europese landen. Een kanttekening daarbij is wel dat de Europese cijfers vertekend worden door de oprichting van de interne markt. De EU en de interne markt hebben de interne Europese handel sterk gestimuleerd. Echte handelslanden, zoals Singapore en Nederland, zijn het meest kwetsbaar. Een scherpe daling van de wereldhandel en het gedeeltelijk terugdraaien van de globalisering raakt deze economieën extra hard.

Give us a protective tariff and we will have the greatest nation on earth.

Abraham Lincoln, de 16^{de} president van de VS in 1847

Inflatie hoger door terugval in globalisering

De globalisering was de afgelopen 30 jaar ook een belangrijke aanjager achter de dalende trend in de inflatie. Een handelsoorlog, en de daarmee gepaard gaande terugval in de globalisering, draait deze dalende trend mogelijk terug. De combinatie van tarieven, quota's en andere handelsbelemmeringen resulteert in opwaartse druk op prijzen. In eerste instantie is sprake van een direct effect op de inflatie. Door importtarieven en andere handelsbelemmeringen worden geïmporteerde producten duurder. Dit is een eenmalige inflatieschok. Gevaarlijker zijn de tweederonde-effecten. Die lopen via de lonen, de productieprocessen en de inflatieverwachtingen. De looninflatie kan stijgen. Enerzijds door hogere prijzen die resulteren in hogere looneisen, anderzijds doordat de uitbesteding deels wordt teruggedraaid waardoor de onderhandelingsmacht van arbeid sterker wordt. Een handelsoorlog zal ook de inefficiëntie in de economie vergroten, wat een

prijsoptijdrijvend effect heeft. Een belangrijke reden is dat handelsbelemmeringen de productieketens verstoren. Tot slot kan een handelsoorlog resulteren in een schok in de inflatieverwachtingen. Wanneer de inflatieverwachtingen stijgen, kan dat gevolgen hebben voor het gedrag van de verschillende economische actoren. Lonen en prijzen stijgen dan in anticipatie op de hogere inflatie.

Centrale banken staan voor een moeilijke keuze

Een handelsoorlog confronteert de centrale banken met een dilemma. Ze krijgen te maken met een negatieve groeischok en een positieve inflatieschok. Daardoor ontstaat een moeilijke keuze: richten de centrale banken hun beleid op het bestrijden van de groeivertraging of richten ze het beleid op het bestrijden van de inflatie? Waarschijnlijk zullen centrale banken de eerste-orde-effecten op de inflatie tolereren. De tijdelijk hogere inflatie krijgt dan de voorkeur boven een diepe recessie. Een dergelijke diepe recessie werkt namelijk deflatoir. Een stagnatie- en zelfs deflatiescenario ligt dan weer op de loer.

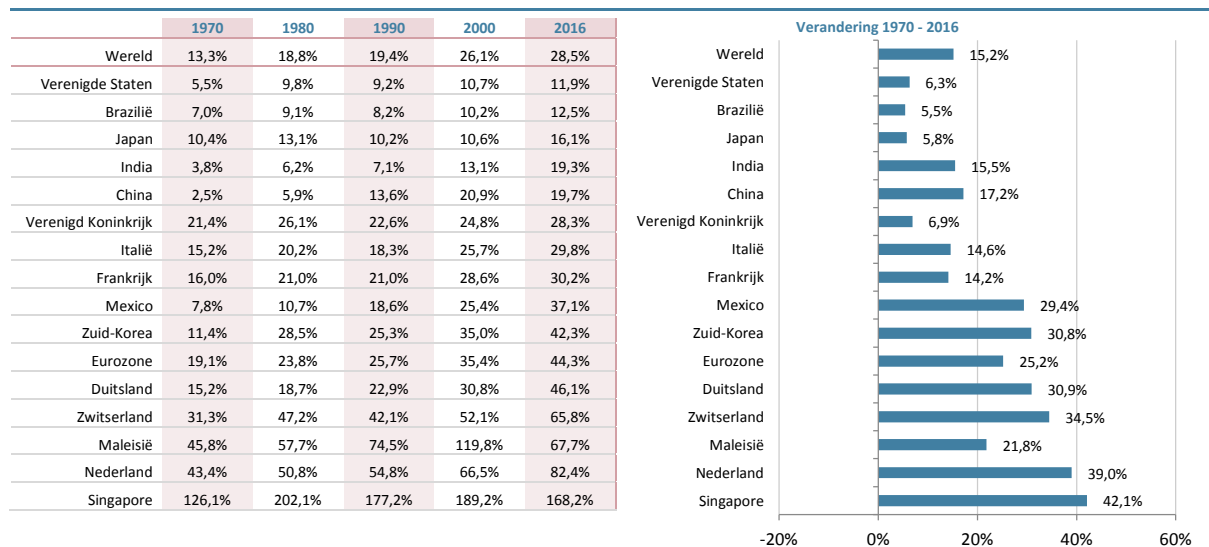
Handelsoorlog is risico voor de financiële markten

Een grote handelsoorlog heeft waarschijnlijk de kenmerken van een stagflatieschok op de financiële markten. Globalisering en vrijhandel waren de afgelopen decennia een positieve kracht op de financiële markten. Het verhoogde de winstmarges van het bedrijfsleven, het zorgde voor een lagere en stabielere inflatie en het

resulteerde in lagere risicopremies. Dit betekende dat zowel staatsobligaties, kredietobligaties als aandelen positief reageerden op globalisering. Deze positieve effecten worden door een handelsoorlog gedeeltelijk teruggedraaid. Aandelen worden waarschijnlijk het hardste geraakt. De effecten op de obligatiemarkten zijn minder eenduidig. Dit hangt onder meer af van de effecten op de inflatieverwachtingen en het vluchtgedrag van beleggers. Grondstoffen zijn niet per se een goede bescherming tegen inflatie in dit stagflatie-scenario. Door de economische groeivertraging zal de vraag naar grondstoffen dalen. Inflatie-gerelateerde obligaties lijken daarom in dit scenario een betere bescherming te bieden tegen een oplopende inflatie. Bij de valuta zal veel afhangen van de reactie van de centrale banken. Het is onduidelijk wat het effect is op de euro en de Amerikaanse dollar. Traditioneel wordt de Amerikaanse dollar in tijden van stress sterker. Dat is in dit scenario nog maar de vraag. Zo zit China op ruim \$1.200 miljard aan Amerikaanse staatsobligaties. Het verkopen van deze reserves kan de Amerikaanse rente omhoog jagen en de Amerikaanse dollar onder neerwaartse druk zetten. Dit is echter een nucleaire optie omdat het ook China raakt. Het ligt voor de hand dat de valuta's van de opkomende landen het hardst worden geraakt bij een handelsoorlog. Inspelen op het risico van een handelsoorlog is niet eenvoudig, vanwege alle directe en indirecte effecten en de onvoorspelbaarheid over de afloop. Geografische spreiding en diversificatie over uiteenlopende risicofactoren is noodzakelijk om met deze onzekerheid om te gaan.

FIGUUR 19 LANDEN GERANGSCHIJKT OP EXPORTEN ALS % VAN HET BBP PER ULTIMO 2016

Bron: Achmea IM



Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in september 2018. Dit team bestaat uit:

Wim Barentsen, Chief Strategist
Alex van den Berg, RBA, Senior Investment Strategist
Maurice Geraets, CFA, 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) geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger 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 handelen (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.