

Investment Letter

Achmea Investment Management

Juni 2019



Nieuwe zet in handelsconflict

Beleggingsomgeving
Politieke
risico's
domineren

Marktontwikkelingen
Kentering in
sentiment

Vooruitzichten
EM krijgt
voordeel van
de twijfel

Special
3L-scenario:
eurorente
blijft lang laag

Politieke risico's domineren

Geopolitieke risico's eisten de afgelopen maanden weer een hoofdrol op. Het handelconflict tussen de Verenigde Staten en China escaleerde, terwijl een oplossing juist binnen handbereik leek. Het geschil tussen beide landen draait om meer dan handel alleen. De brexit is voorlopig uitgesteld tot 31 oktober, maar een definitief akkoord is nog ver weg en premier May stapt op. Ondanks de vertragende wereldhandel, vielen de economische groeicijfers over het eerste kwartaal mee. De gematigde groei en inflatie geven centrale bankiers de ruimte hun rentebeleid te handhaven.

Handelsconflict weer op scherp gezet

Het handelconflict laaide de afgelopen maand weer op. De Verenigde Staten hebben begin mei de importtarieven op \$200 miljard aan Chinese goederen verhoogd van 10% naar 25%. De tariefsverhoging kwam onverwachts want de onderhandelingen met China leken de goede kant op te gaan. Volgens de Verenigde Staten kwam China terug op eerder gemaakte afspraken. De Amerikaanse president Trump dreigt ook handelstarieven in te stellen op alle goederen die nu nog buiten schot zijn gebleven. China kondigde ondertussen tegenmaatregelen aan. Een oplossing op korte termijn lijkt verder weg dan ooit. Dit komt mede omdat het conflict niet alleen om handel draait. Het conflict gaat ook over de opkomst van China als wereldmacht en de mogelijke bedreiging die China vormt voor de positie van de Verenigde Staten. De Verenigde Staten maakt zich voornamelijk zorgen over de diefstal van technologieën en het schenden van patentrechten. Zo neemt het land maatregelen om de Chinese telecomfabrikant Huawei van de Amerikaanse markt te weren. Volgens de Amerikanen werkt Huawei nauw samen met de Chinese overheid en worden Huawei-producten voor spionage-doeleinden gebruikt. Naast Huawei zijn nog meer Chinese bedrijven op de zwarte lijst gezet. Bedrijven die op deze lijst staan mogen geen handel drijven met Amerikaanse bedrijven tenzij er toestemming van de Amerikaanse overheid is. De grote ideologische verschillen tussen beide landen maken de onderhandelingen complex. Dit betekent dat het conflict tussen beide grootmachten de komende jaren blijft spelen. Zeker ook omdat steeds meer partijen inzien dat het huidige handelsspeelveld niet gelijk is en de globalisering naast winnaars ook verliezers kent. Daarnaast worden er maatregelen tegen andere landen dan China genomen. Recentelijk verhoogde de Verenigde Staten ook de tarieven op Mexicaanse importen.

Vooraf exportlanden worden getroffen

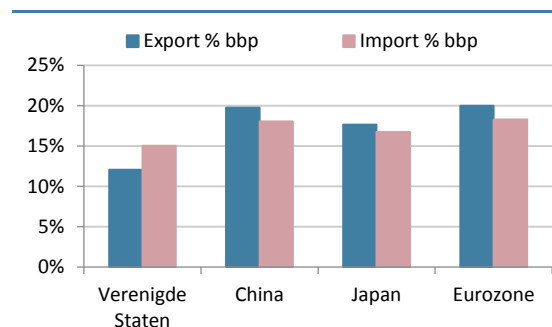
Ondanks dat de Verenigde Staten onder president Trump actief de handelsconfrontatie heeft opgezocht, is het effect op de Amerikaanse economie vooralsnog beperkt. Dit komt omdat de Amerikaanse economie minder afhankelijk is van internationale handel in vergelijking met veel andere landen. De import en export uitgedrukt als percentage van de totale economie zijn bij de Verenigde Staten kleiner dan bij bijvoorbeeld China en Japan, zoals uit figuur 1 blijkt. Vooral de eurozone is kwetsbaar voor toenemende handelsbelemmeringen. Positief is wel dat de verhoging van de handelstarieven op Europese en Japanse auto's met zes maanden is uitgesteld. Voor deze landen is het risico op korte termijn afgenomen, maar op langere termijn niet van tafel.

Risico voor wereldeconomie

Ondertussen waarschuwen diverse instanties nog steeds voor de gevaren van de mondiale handelconflicten. De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (Oeso) waarschuwde recent dat verdere escalatie een nieuwe financiële en economische crisis kan veroorzaken. De wereldhandel groeit al nauwelijks door de voortdurende onzekerheid. Ondanks de vertragende wereldeconomie en aanhoudende onzekerheid vielen de groeicijfers over het eerste kwartaal mee. De negatieve effecten van het handelconflict zijn vooralsnog beperkt. In de eurozone groeide de economie met 0,4% kwartaal-op-kwartaal. Duitsland en Frankrijk groeiden in een gematigd tempo en Italië klonk voorzichtig uit de recessie. De consumentenbestedingen bleven op peil, mede door de sterke arbeidsmarkt.

FIGUUR 1 IMPORT EN EXPORT ALS % VAN HET BRUTO BINNENLANDS PRODUCT (BBP)

Bron: Wereldbank, Bloomberg, Achmea IM



De export en import van de eurozone zijn exclusief de handel binnen het eurogebied.

Het werkloosheidspercentage in de eurozone is gedaald naar 7,6% in april. Dit is het laagste niveau sinds 2008. Het is de verwachting dat de economische groei op peil blijft in de tweede helft van het jaar, mits externe schokken uitblijven. De vertrouwenscijfers stabiliseren, maar blijven zwak. Ook in de Verenigde Staten en China blijft de economische groei op peil en kwam deze boven verwachting uit. De maatregelen van Chinese beleidsmakers om de economie te stimuleren, sorteren effect op korte termijn. De lasten voor het bedrijfsleven zijn verlaagd en het vereiste kapitaalbeslag bij banken is verminderd. De Chinese economische groei lag in het eerste kwartaal met 6,4% aan de bovenkant van de bandbreedte die de beleidsmakers nastreven. De vraag is wel of dit zo blijft, nu een oplossing voor de tweespalt met de Verenigde Staten ver weg is en verdere escalatie van het conflict waarschijnlijk is.

Inflatie blijft gematigd

In april liep de inflatie in de eurozone licht op door de gestegen olieprijs. Maar de olieprijs is weer gedaald en de inflatie is over het algemeen beperkt. Ook de kerninflatie, exclusief de volatiele voedsel- en energieprijzen, blijft nog steeds gematigd. In de eurozone schommelt deze al jaren rond de 1%. In de Verenigde Staten ligt de kerninflatie wat hoger. Ondanks de aanhoudende krapte op de arbeidsmarkt daalde de kerninflatie daar licht de afgelopen maanden en bedraagt nu circa 1,5%. In de Verenigde Staten is de werkloosheid gedaald tot het laagste niveau (3,6%) sinds 1969. De loongroei trekt aan, maar is relatief beperkt. De inflatiecijfers en –verwachtingen blijven dan ook gematigd.

Centrale banken in een afwachtende houding

De gematigde groei- en inflatiecijfers nemen de noodzaak voor verdere monetaire normalisatie weg. Centrale banken zien geen aanleiding de beleidsrente op korte termijn te verhogen. De ECB handhaafde de beleidsrente op 0% en zal dit tarief de rest van het jaar waarschijnlijk op dit niveau houden. Door de toegenomen handelsspanningen verwachten de financiële markten dat de Fed de beleidsrente dit jaar nog gaat verlagen. De Fed heeft aangegeven de ontwikkelingen nauwgezet te volgen en in te grijpen indien de economische expansie in gevaar komt. Ondertussen bouwt de Fed de omvang van de balans af door de opbrengsten van aflopende obligaties niet opnieuw te beleggen.

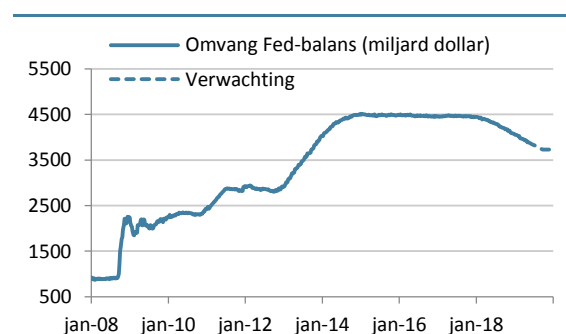
Het tempo van deze afbouw is in mei teruggebracht van \$50 miljard naar \$35 miljard per maand. In september beëindigt de Fed de afbouw van de centralebankbalans (zie figuur 2). De normalisatie van de balans is dan grotendeels voltooid. De omvang van de balans is dan passend voor de Fed om een efficiënt en effectief monetair beleid uit te voeren, maar wel nog een stuk groter dan voor de kredietcrisis.

Brexit-impasse houdt aan

De brexit is opnieuw uitgesteld. Eigenlijk zouden de Britten de Europese Unie (EU) op 12 april verlaten. Nu is 31 oktober de uiterlijke datum waarop het Verenigd Koninkrijk uit de EU stapt. Het is mogelijk dat de Britten vóór deze datum vertrekken, maar dan moeten ze eerst zelf overeenstemming bereiken over een nieuw brexit-akkoord. De Britse premier May onderhandelde hierover met oppositiepartij Labour, maar deze onderhandelingen liepen medio mei vast. Toch wilde May haar aangepaste brexit-voorstel aan het parlement voorleggen. Er kwam echter veel kritiek op de nieuwe plannen en het draagvlak voor haar leiderschap kalfde verder af. Daarom heeft May haar vertrek aangekondigd. Per 7 juni stapt ze op. Het is nog onduidelijk wie haar zal opvolgen als premier. De politieke onzekerheid blijft dus groot en misschien zijn nieuwe verkiezingen of een nieuw referendum nodig om de brexit-impasse te doorbreken. Dit betekent wel dat de kans op de extremere uitkomsten, geen brexit of een harde brexit, toeneemt. De onduidelijkheid over de brexit zal de komende maanden dus nog aanhouden zonder dat er zicht is op een concrete oplossing. De uitslag van de Europese parlementsverkiezingen was grotendeels volgens verwachting. De traditionele middenpartijen, de christendemocraten en sociaaldemocraten, verloren hun gezamenlijke meerderheid.

FIGUUR 2 OMVANG BALANS VAN DE FED

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Kentering in sentiment

Het oploaiende handelsconflict zorgde voor een kentering in het sentiment op de financiële markten. Vooral aandelen opkomende markten werden geraakt. Toch staan dit kalenderjaar nagenoeg alle beleggings-categorieën in de plus. Rentenniveaus in de eurozone blijven dalen en diverse 10-jaarsrentes daalden naar de laagste niveaus ooit. Het Britse pond blijft speelbal van de brexit-strubbelingen.

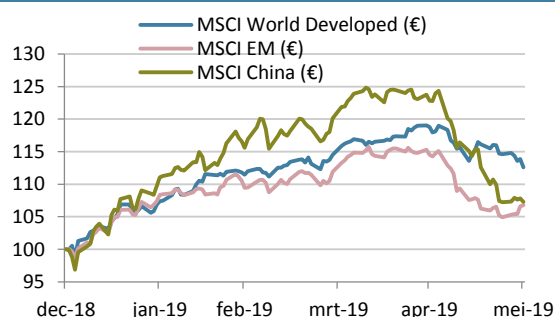
Rentenniveaus in de eurozone dalen verder

In mei kenterde het sentiment op de financiële markten. Het oploaiende handelsconflict werkte vooral negatief uit op aandelen uit opkomende markten. Vooral Chinese aandelen gaven terrein prijs. In de eerste vier maanden van het jaar noteerde de Chinese aandelenmarkt nog een plus van circa 25%. In de maand mei ging hier een groot deel van af (zie figuur 4). Dit neemt niet weg dat de totaalrendementen op nagenoeg alle beleggings-categorieën positief zijn dit jaar (zie figuur 3). Aandelenmarkten, vooral die uit de ontwikkelde landen, noteren nog steeds een ruime plus van 9%. Ook de beleggingscategorie grondstoffen en de risicovollere kredietobligaties staan in de plus. De daling van de kapitaalmarktrentes houdt aan. In alle eurolanden daalde de 10-jaarsrente dit jaar. De Duitse 10-jaarsrente dook weer onder de 0% en bereikte zelfs een nieuw laagterecord, ondanks de meevallende economische groei. Het ruime ECB-beleid, de aanhoudende grote vraag naar Duitse staatsobligaties en de schaarste hiervan leidden tot deze daling (zie ook de special van deze Investment Letter). Maar ook de Spaanse 10-

jaarsrente daalde in mei tot bijna 0,7%. Dit is het laagste niveau ooit. De Italiaanse 10-jaarsrente beweegt dit jaar zijwaarts. De onzekerheid over het begrotingstekort zorgt ervoor dat Italië niet mee profiteert van de rentedaling en de Italiaanse risico-opslag per saldo oploopt. Het Britse pond blijft speelbal van de voortdurende brexit-soap. De Britse munt kende een goed eerste kwartaal toen geanticipeerd werd op uitstel of ordelijk verloop van de brexit. Nu er geen voortgang wordt geboekt en er geen zicht is op een definitief brexit-akkoord, daalt het pond weer in waarde. In mei gaf de Britse munt 2,8% toe op de euro. Naast de brexit-perikelen bestaat de vrees dat bij nieuwe verkiezingen de Labour-partij de meerderheid van de stemmen behaalt. De radicaal economische plannen van Labour-leider Jeremy Corbyn zijn potentieel een groter gevaar voor de Britse economie dan de brexit.

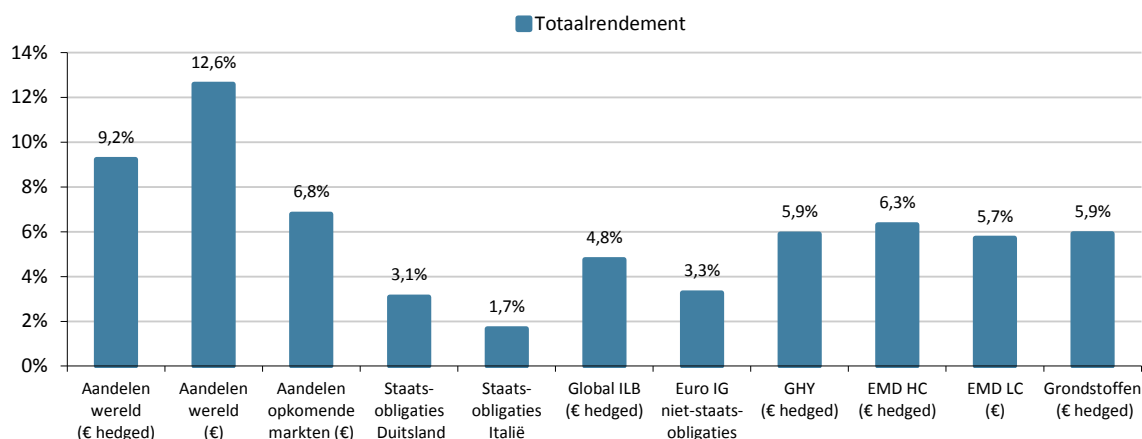
FIGUUR 4 VERLOOP AANDELENMARKTEN IN 2019

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN IN 2019 (T/M ULTIMO MEI)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



EM krijgt voordeel van de twijfel

De lage renteniveaus zorgen op de middellange termijn voor lage verwachte rendementen voor de meeste vastrentende waarden. De risico-opslagen op de kredietcategorieën zijn laag tot gemiddeld. Zolang de economische groei op peil blijft en de rente laag, kan deze situatie langere tijd aanhouden. Aandelen opkomende markten geven we het voordeel van de twijfel. De relatief aantrekkelijke waardering, de *dovish* houding van de Fed en de stimulansen van de Chinese beleidsmakers, zijn de belangrijkste redenen. Escalatie van het handelsconflict blijft het belangrijkste risico.

Lage verwachte rendementen

De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn voor de meeste beleggingscategorieën laag. De belangrijkste oorzaak is de aanhoudend lage rente in de eurozone. Rentenniveaus zijn de afgelopen maanden verder gedaald waardoor de verwachte rendementen verder zijn afgenomen. We verwachten dat de renteniveaus in de eurozone de komende jaren laag blijven. In de special van deze Investment Letter lichten we dit verder toe. Voor de meeste kredietcategorieën zijn de risico-opslagen gemiddeld tot laag. Kredietmarkten ogen per saldo kwetsbaar mocht het momentum in de economie draaien. De schulden in het bedrijfsleven zijn toegenomen en de kredietkwaliteit is afgenomen. Maar zolang de economische groei op peil blijft en de rente laag, vormt dit geen acute bedreiging.

Voordeel van de twijfel

Het handelsconflict is een bedreiging voor aandelen uit de opkomende markten. Vooral omdat Chinese aandelen met een gewicht van meer dan 30% een groot onderdeel zijn van deze categorie. Toch zijn we voor de middellange termijn relatief positief op aandelen opkomende markten. Het handelsconflict blijft een onzekere factor, maar de situatie kan ook weer snel de-escaleren. Daarnaast is de waardering relatief aantrekkelijk. Aandelen uit de ontwikkelde markten hebben een hogere waardering. Dit is historisch meestal zo geweest. Maar specifieke risico's die in het verleden voornamelijk een rol speelden in de opkomende landen, teisteren tegenwoordig ook de ontwikkelde landen. De politieke stabiliteit neemt af en de financiële huishouding van sommige opkomende landen is beter dan die van sommige ontwikkelde landen. De verschillen tussen de opkomende landen onderling zijn nog steeds groot, maar als groep staan ze er steeds beter voor. Waardering is een belangrijke factor voor het verwachte rendement op de (middel)lange termijn. Op kortere termijn kunnen aandelen opkomende markten ook profiteren van de *dovish* houding van de Fed en de stimulansen van Chinese beleidsmakers. Daarom geven wij aandelen uit de opkomende markten het voordeel van de twijfel.

FIGUUR 6 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO MEI 2019)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Allocatie	MLT-visie	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten			+	8,00%	Aantrekkelijke waardering, maar gevoelig voor handelsconflict
Emerging Market Debt LC			+	5,75%	Relatief aantrekkelijk gewaardeerd, Fed-pauze geeft lucht
Emerging Market Debt HC				2,75%	De risico-opslag ligt op een relatief aantrekkelijk niveau
Aandelen Ontwikkelde Markten				3,50%	Gematigd verwacht rendement, vooral door dure Amerikaanse aandelen
Staatsobligaties Niet-Kernlanden				1,50%	Hogere rentevergoeding door Italië, maar gevoelig voor politieke risico's
Global High Yield			-	2,25%	Risico-opslag is in historisch perspectief gemiddeld
Grondstoffen				1,75%	Beperkt verwacht rendement en volatiel op korte termijn
Global ILB				0,50%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Investment Grade Credits				0,00%	Laag verwacht rendement door laag absoluut renteniveau
Kasgeld				-0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door ruim ECB-beleid
Staatsobligaties Kernlanden			-	-0,50%	Laag verwacht rendement door lage rente

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.

3L-scenario: eurorente blijft lang laag

Achmea IM herijkt periodiek de economische scenario's. Dit gebeurt naar aanleiding van gewijzigde inzichten en veranderde waarderingen op financiële markten. Meestal zijn deze aanpassingen beperkt van omvang. Soms is er echter aanleiding het basisscenario meer fundamenteel te heroverwegen. Dit is in ieder geval nodig wanneer het bestaande centrale scenario op één of meer cruciale onderdelen niet langer het meest plausibele pad representeert. We taxeren dat dit nu geldt voor de ontwikkeling van de rente in de eurozone. Daarom presenteren we een nieuw langetermijns scenario (3L) waarin de rente in de eurozone langer laag blijft in vergelijking met ons vorige basisscenario *Reflatie*.

Kenmerken *Reflatie*: herstel van groei en inflatie

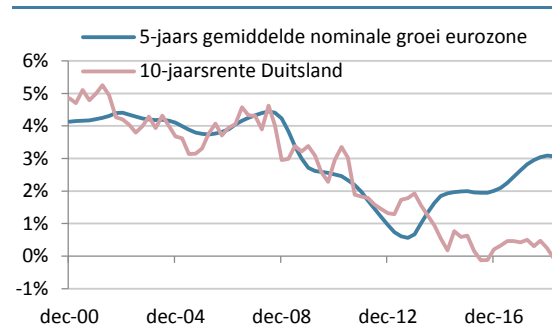
Sinds 2016 hanteerden we het basisscenario *Reflatie*. De kern van dit scenario was een moeizame en langzame normalisatie van economische groei en inflatie. Wel zou de nominale groei lager zijn dan in het verleden. Het monetaire beleid zou lang stimulerend blijven en het aanpassingsproces faciliteren. Uiteindelijk zou een geleidelijke kentering in de neerwaartse trend van de reële rente en inflatie plaatsvinden. In dit scenario zou de reële en nominale rente lang laag blijven, maar op middellange en vooral op lange termijn wel stijgen. Als vertrekpunt voor de verwachte toekomstige renteniveaus hanteerden we de nominale groei van de economie. Bij een evenwichtige economische en financiële ontwikkeling schommelt de kapitaalmarktrente rond dit niveau. In de praktijk is onderliggend de situatie echter vaak onevenwichtig en fungeert de (beleids)rente als schokbreker om economische onevenwichtigheden en crises te bezweren. Vanwege het onconventionele centralebankbeleid rekenden we met een afslag op de nominale groei om tot verwachte renteniveaus te komen. Voor de Duitse 10-jaarsrente over vijf jaar gingen we uit van een niveau van 2%.

Reflatie wel in de VS, maar beperkt in de eurozone

De Amerikaanse economie heeft zich grotendeels volgens het *Reflatiescenario* ontwikkeld. De economische groei is de afgelopen jaren robuust geweest en de inflatie beweegt rond de doelstelling van de centrale bank (Fed). De Fed heeft de beleidsrente sinds 2015 genormaliseerd en ook de Amerikaanse kapitaalmarktrente is opgelopen. In de eurozone herstelde de economie, maar blijft de inflatie nog achter. Hierdoor en door de sluimerende eurocrisis heeft geen normalisatie van de beleidsrente plaatsgevonden.

FIGUUR 7 GROEI EN RENTE LOPEN UIT ELKAAR

Bron: Bloomberg, Achmea IM



De rente staat nog steeds op een historisch laag niveau. De nominale economische groei in de eurozone heeft zich de afgelopen jaren wel positief ontwikkeld. In figuur 7 staat het vijfjaarsgemiddelde van de nominale economische groei afgezet tegen het verloop van de Duitse 10-jaarsrente. De gemiddelde nominale groei per jaar over de afgelopen vijf jaar bedraagt circa 3%. Dit is lager dan vóór de financiële crisis, maar er heeft wel degelijk herstel plaatsgevonden. De Duitse kapitaalmarktrente is daarentegen laag gebleven. Er was sprake van een lichte stijging van medio 2016 tot begin 2018, maar een structurele opwaartse beweging was het niet. Sindsdien is deze rente weer sterk gedaald. De vraag rijst dan ook of een rentestijging, zoals we die in de Verenigde Staten wel gezien hebben, in de eurozone nog gaat plaatsvinden. Er zijn meerdere factoren waarom we denken dat dit niet gaat gebeuren en dat de renteniveaus in de eurozone laag blijven de komende jaren. We delen deze factoren in de volgende vier blokken in: macro-economie, monetair beleidsregime, *excess savings* en overige.

Macro-economie: beperkte groei en inflatie

Ten eerste is de verwachte nominale economische groei gematigd. We verwachten dat de reële trendgroei van de eurozone-economie lager is dan in het verleden, vanwege demografische factoren en de gematigde productiviteitsontwikkeling. Ook verwachten we dat de inflatie de komende jaren beperkt zal blijven. Dit komt vooral door structurele factoren, zoals globalisering, automatisering en technologische ontwikkelingen. Financiële markten prijzen momenteel een verwachte inflatie voor de eurozone in van minder dan 1,5% per jaar. De kans is dus groot dat de inflatie nog langere tijd onder de doelstelling van de ECB blijft.

Monetair beleidsregime: nauwelijks normalisatie

Ten tweede zal het monetaire beleid in de eurozone ruim blijven. De ECB verlaagde na de kredietcrisis de beleidsrentes tot zeer lage niveaus en heeft via het opkoopprogramma de kapitaalmarktrentes in de eurozone direct beïnvloed. Ondanks het economisch herstel in de afgelopen jaren heeft de ECB het monetaire beleid nauwelijks genormaliseerd. De asymmetrische monetaire beleidsreacties, het beleid snel verruimen wanneer het tegenzit maar niet normaliseren wanneer het goed gaat, en het langdurig laagrentebestel hebben de economie en financiële markten gevoeliger gemaakt voor hogere rentes. Dit maakt normalisatie van het beleid lastig. In goede tijden stijgt de beleidsrente minder snel omdat tegen grenzen aangelopen wordt. In slechte tijden zal de rente daarentegen snel dalen ook al lijkt de ruimte voor verdere dalingen beperkt. Dit is in lijn met de *Financial Cycle Drag* hypothese van de *Bank for International Settlements* (BIS, 2017). We verwachten dat de ECB de komende jaren een ruim monetair beleid blijft voeren, vanwege de gematigde inflatie en de hoge schulden.

Excess savings: besparingen zijn hoog

Ten derde is er sprake van een grote spaarneiging in delen van de economie. De besparingen zijn hoog ten opzichte van de investeringen (*excess savings*) waardoor renteniveaus laag blijven. Verschillende factoren beïnvloeden deze situatie. Zo speelt de demografie een rol. Wanneer het relatieve belang van het deel van de bevolking tussen de 40 en 65 jaar toeneemt, dit is gemiddeld genomen het leeftijdscohort dat spaart, leidt dat tot lagere rentes. Daarnaast is de afgelopen jaren de vraag naar schuldgefinancierde investeringen gedaald. Er is namelijk minder kapitaal nodig om dezelfde hoeveelheid productie te genereren, vooral door technologische ontwikkelingen. Een andere factor is dat de toegenomen ongelijkheid in sommige delen van de wereld leidt tot een lagere rente. Het rijkere deel van de bevolking spaart gemiddeld genomen meer. Ook door hogere (gepercipieerde) risico's wordt er meer gespaard. Daarnaast leiden de hoge besparingen in de opkomende landen tot wereldwijd lagere rentes (*savings glut hypothese*). Ook de lage rente *an sich* leidt mogelijk tot meer besparingen. Er moet namelijk meer gespaard worden om hetzelfde doelkapitaal te bereiken in vergelijking met een hogere rente.

Overige factoren: schaarste en instabiliteit

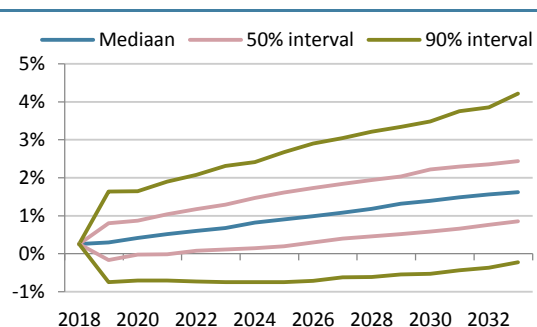
Ten vierde speelt een aantal andere factoren een rol die de rente drukken. Zo is het aanbod van veilige beleggingen in de eurozone relatief beperkt. Niet alle landen in de eurozone worden als veilig gezien. Daarnaast voeren de veilige landen, zoals Duitsland en Nederland, een solide financiële huishouding, wat tot schaarste aan staatsobligaties van deze landen leidt. Dit gecombineerd met regelgeving waarbij institutionele beleggers verplicht in veilige staatsobligaties moeten beleggen, heeft een drukkend effect op de Duitse kapitaalmarktrente. Daarnaast is de eurozone nog steeds een incomplete muntunie waarvan het voortbestaan in zijn huidige samenstelling niet boven elke twijfel verheven is. Lidstaten met een relatief hoge staatsschuld en lage potentiële groei, zoals Italië, vormen een latent systeemrisico voor de muntunie en zijn daardoor een drukkende factor voor houdbare renteniveaus binnen de muntunie. Daarnaast vluchten beleggers wanneer er problemen in de eurozone zijn naar Duitse staatsobligaties. Dit *safe haven* effect drukt de Duitse kapitaalmarktrente nog verder.

Duitse kapitaalmarktrente blijft laag

De genoemde factoren hebben bijgedragen aan de huidige lage rente in de eurozone. Er is echter geen overeenstemming hoe groot het effect geweest is van de afzonderlijke factoren. We verwachten dat deze factoren ook de komende jaren een drukkend effect op de renteniveaus in de eurozone hebben. Het mediane niveau voor de Duitse 10-jaarsrente voor de komende vijf jaar bedraagt circa 0,75%. Over 15 jaar rekenen we met een mediaan niveau van circa 1,75%. Voor analyses hanteren we onzekerheidsmarges rondom deze niveaus, zoals in figuur 8 staat weergegeven.

FIGUUR 8 VERWACHTING DUITSE 10-JAARSRENTE MET ONZEKERHEIDINTERVALLEN

Bron: Bloomberg, Ortec, Achmea IM



Grote onzekerheid rondom verwachtingen

We zijn terughoudend om puntschattingen voor renteniveaus af te geven, vanwege de grote onzekerheid rondom deze schattingen. Het gepresenteerde rentepad, de blauwe lijn in figuur 8, is een *best estimate* op basis van de genoemde factoren. We verwachten dat de Duitse 10-jaarsrente lang laag blijft, maar per saldo licht opwaarts beweegt. Hierbij gaan we uit van een zeer beperkte normalisering van het ECB-beleid op termijn. De rente voor de zwakste schakel in de eurozone, Italië, zal fungeren als een bovengrens om systeemrisico's in de muntunie te voorkomen. Gezien de fragiele Italiaanse financiële huishouding, het hoge staatschuldniveau en de lage verwachte nominale economische groei, is ruimte voor fors hogere renteniveaus in Italië, en dus de rest van de eurozone, beperkt. We achten een sterke daling van de Duitse 10-jaarsrente vanaf het huidige niveau onwaarschijnlijk. In Japan bleef de 10-jaarsrente lang laag, maar kwam de afgelopen jaren niet langdurig ver onder de 0% uit. Dit terwijl Japan gekenmerkt werd door een lagere economische groei en inflatie en een

extremer monetair beleid dan in de eurozone. Dit impliceert niet dat de Duitse 10-jaarsrente niet onder dit niveau kan komen. In 2016 en recentelijk dook deze rente onder de 0%. We verwachten echter dat dit niet langdurig het geval zal zijn. Maar gezien de grote onzekerheid rondom deze verwachting hanteren we brede onzekerheidsintervallen. In de analyses wordt op deze manier rekening gehouden met alternatieve rentepaden, zoals scenario's waarin de kapitaalmarkt-rente wel voor een langere periode negatief blijft.

Conclusie: eurorente blijft langer laag in 3L

Het economisch herstel in de afgelopen jaren leidde niet tot een structurele stijging van de rentes in de eurozone. Diverse factoren drukken de renteniveaus en daarom verwachten we dat de rentes in de eurozone laag blijven. De lagere renteverwachting in de eurozone is de belangrijkste aanpassing van ons economisch scenario. Het nieuwe basisscenario noemen we *3L* (*Lage groei, Lage inflatie, Lage rente*). Een welkome rentestijging voor pensioenfondsen lijkt er voorlopig niet in te zitten.

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in juni 2019. Dit team bestaat uit:

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

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

Meer weten? Neem dan contact op met uw account CIO of business development director:
Mark Bakker T. 06 101 851 94 / Jeroen Van Rumund T. 06 224 559 26 / Ivo van der Veen T. 06 535 987 24

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

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen.

Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie.

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

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.