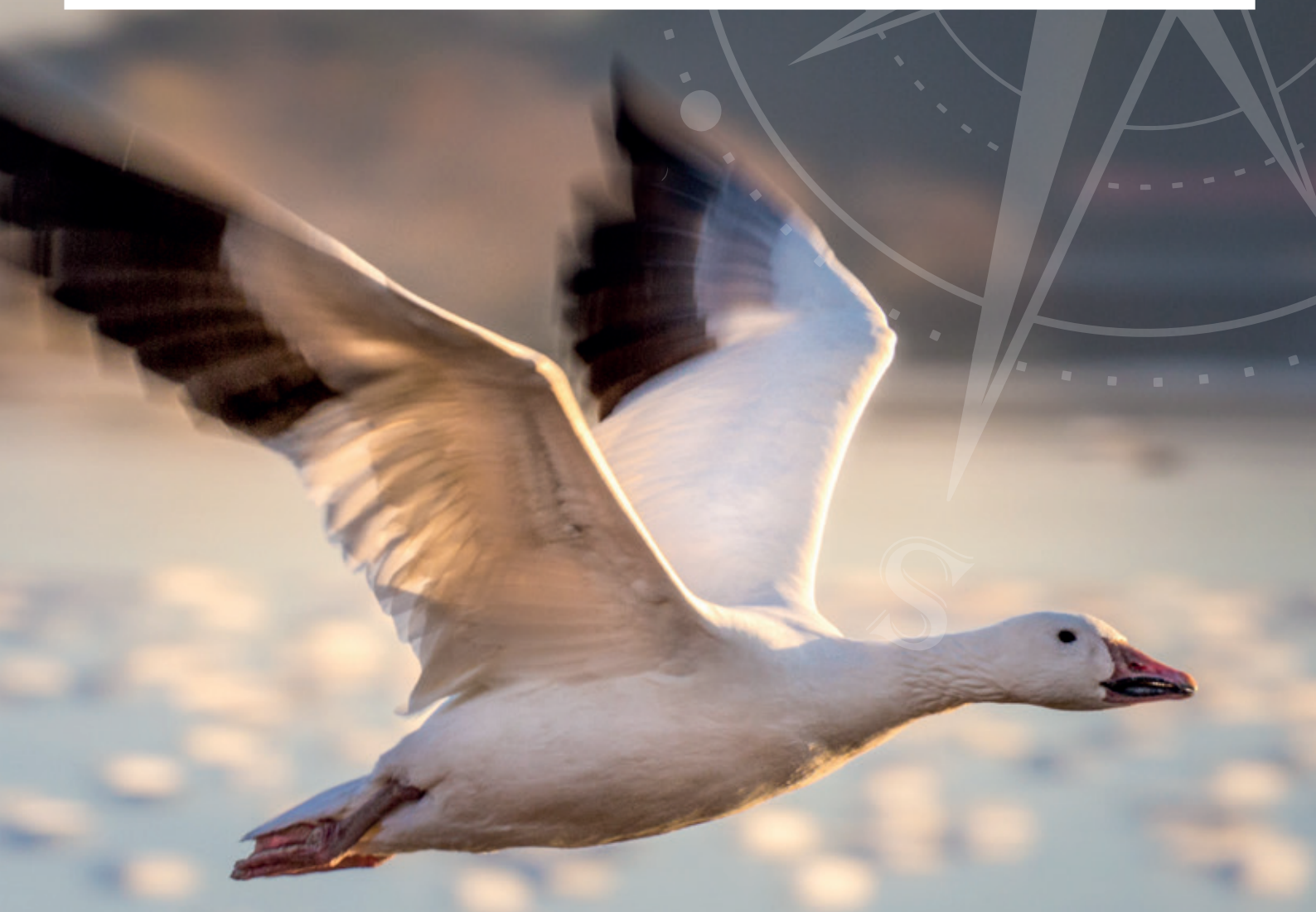


# Syntrus Achmea Investment Letter

# 17

**syntrus** | achmea

November 2015



## Lift-off

### Beleggings- omgeving

Monetaire  
maatregelen  
domineren

# 2

### Markt- ontwikkelingen

Herstel na dip

# 4

### Vooruitzichten

Voorkeur voor  
aandelen Europa

# 5

### Special

Verrassingen  
in 2016

# 6

# Monetaire maatregelen domineren

Centrale banken blijven hun stempel drukken op de beleggingsomgeving. De Europese Centrale Bank heeft de deur opengezet voor nieuwe stimulansen en de Chinese centrale bank heeft de beleidsrentes verder verlaagd. De Amerikaanse centrale bank maakt zich op voor een eerste renteverhoging, maar opereert zeer voorzichtig en terughoudend. Al met al blijft het wereldwijde monetaire beleid overwegend ruim. Ondertussen zet het economisch herstel in de eurozone door en blijven sommige opkomende landen kwetsbaar.

## Herstel eurozone zet door

In de eurozone was in het derde kwartaal sprake van 1,6% groei op jaarbasis. Leidende indicatoren, zoals de inkoopmanagersindices, wijzen op een aanhoudend positieve trend. In september ontstonden twijfels over de houdbaarheid van het herstel, vooral als gevolg van de groeivertraging in China. Het emissieschandaal bij Volkswagen zorgde daarbij voor extra onrust. Uit de macro-economische cijfers van de afgelopen weken blijkt echter dat de negatieve effecten meevallen. Het consumentenvertrouwen blijft groot en de kredietverlening neemt toe. De lage renteniveaus, de depreciatie van de euro en de gedaalde olieprijs ondersteunen het herstel. De inflatie blijft laag. In september was er zelfs weer sprake van een geringe daling van het prijspeil. Dit was een belangrijke reden voor de Europese Centrale Bank (ECB) om de deur verder open te zetten voor meer monetaire verruiming. Ook de groeivertraging in de opkomende landen zorgt voor een voorzichtig stellingname van monetaire beleidsmakers.

## Deur op een kier

Tijdens de vergadering op 22 oktober hintte ECB-president Mario Draghi op nieuwe stimulerende maatregelen. Deze stimulering kan verschillende vormen aannemen. Het bestaande obligatie-opkoopprogramma van €60 miljard per maand kan worden vergroot. Ook kan de duur van het opkoopprogramma worden verlengd. Het bestaande programma loopt minimaal tot en met september 2016. Daarnaast kan de depositorente verder verlaagd worden. Momenteel bedraagt

deze -0,2%. Voorheen werd dit niveau als minimum gezien, maar de ECB heeft dit weer ter discussie gesteld. Per saldo blijft de ECB erg *dovish*<sup>1</sup> en worden er waarschijnlijk nieuwe maatregelen aangekondigd bij de volgende vergadering op 3 december. De ECB wil zo het economisch herstel blijven ondersteunen en de inflatie aanjagen. Ook zorgen de lage en negatieve renteniveaus voor houdbaardere schuld niveaus in de eurozone. Op deze manier worden vooral de perifere landen solvabel gehouden en de naweeën van de eurocrisis verzacht.

## Renteverhoging VS lijkt nabij

Terwijl de ECB het monetaire beleid mogelijk verder zal verruimen, maakt de Amerikaanse centrale bank (Fed) zich op voor de eerste renteverhoging in meer dan negen jaar. In september maakte de Fed nog een pas op de plaats vanwege de zwakke economische situatie in de opkomende landen, de lage inflatie en de condities op de financiële markten. In oktober gaf de Fed aan dat een renteverhoging in 2015 nog steeds tot de mogelijkheden behoort. Financiële markten prijzen een kans van 64% in op een renteverhoging in de decembervergadering (per medio november). De monetaire lift-off komt dus dichterbij. Maar de Fed zal zeer voorzichtig opereren en eerder neigen naar een trage dan naar een te snelle normalisatie. Daarbij weegt mee dat de andere belangrijke centrale banken nog in de verruimingsmodus zitten. Daarnaast blijft de Fed benadrukken dat het moment waarop en het tempo waarin de beleidsrente verhoogd wordt, afhankelijk is van de macro-economische data. In de Investment Letter van juni gaven we aan dat de economische data in de Verenigde Staten een hogere rente rechtvaardigen<sup>2</sup>. Dit geldt nog steeds al laten de recente cijfers over de Amerikaanse economie een gemengd beeld zien.

## Recessiegevaar

De economische groei in de Verenigde Staten zwakte in het derde kwartaal af naar 1,5% op jaarbasis. Een groot deel van de industriële sector heeft het moeilijk door de gedaalde grondstofprijzen en de appreciatie van de Amerikaanse dollar. De Amerikaanse consument daarentegen profiteert juist van de gedaalde olieprijs en staat er relatief goed voor. De werkloosheid is sterk gedaald, nu 5%, en de loongroei trekt aan. Dit stuwt het consumentenvertrouwen en geeft een impuls

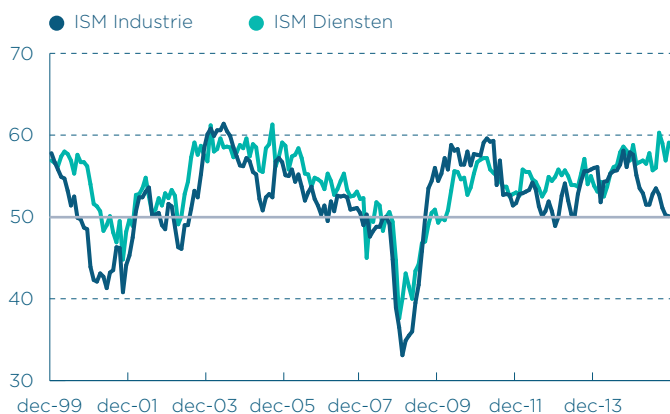
1 De term *dovish* duidt op de toon van de taal die de centrale bank gebruikt ten aanzien van het monetaire beleid. Een *dovish* houding betekent dat de centrale bank geneigd is het monetaire beleid ruim te houden en een ontspannen houding aanneemt ten aanzien van oplopende inflatie. Het tegenovergestelde van *dovish* is *hawkish*. Een *hawkish* centrale bank is bezorgd over het risico van oplopende inflatie en zal een krappere monetaire beleid nastreven.

2 Syntus Achmea Investment Letter, *Rente op keerpunt*, juni 2015

aan het herstel op de huizenmarkt. De verwachtingen voor de dienstensector blijven positief voor de komende maanden. Het verschil tussen de dienstensector en de industriële sector komt duidelijk naar voren in de inkoopmanagersindices. Dit zijn veelgebruikte leidende indicatoren en een niveau boven de 50 duidt op expansie. De index voor de industrie staat op een niveau van 50,1 terwijl de index voor de dienstensector op een comfortabele 59,1 staat. De divergentie tussen beide indices is opvallend en groot zoals uit figuur 1 blijkt. Ondanks de duidelijk afzwakking in de industriële sector verwachten we voorlopig nog geen recessie gezien de sterke positie van de consument die een groot deel van de economie uitmaakt. Daarnaast zijn 'klassieke' recessie-indicatoren, zoals krapte in het monetaire beleid, oplopende inflatie en een inverse rentetermijnstructuur, buiten beeld.

**Figuur 1 Divergentie ISM industrie en diensten**

Bron: Bloomberg, Syntrus Achmea Vermogensbeheer



### Continuering Japans opkoopprogramma

Evenals in de eurozone en de Verenigde Staten bevindt de inflatie in Japan zich onder de doelstelling van de centrale bank. De fors gedaalde olieprijs en de afzwakende vraag uit opkomende landen zijn hier debet aan. De Bank of Japan (BoJ) gaat daarom door met het grootschalig opkoopprogramma van ¥80 biljoen per jaar (circa €610 miljard). Het balanstotaal is gegroeid tot boven 70% van het bruto binnenlands product waar dat in de eurozone en Verenigde Staten circa 25% bedraagt. In oktober zag de BoJ nog af van nieuwe stimulerende maatregelen maar gaf wel aan dat ze het beleid aanpassen mocht dat nodig zijn. Voorlopig ziet de centrale bank geen belemmering in de enorme omvang van het opkoopprogramma. Waar de BoJ nog een pas op de plaats maakte in oktober, ging de Chinese evenknie wel tot actie over.

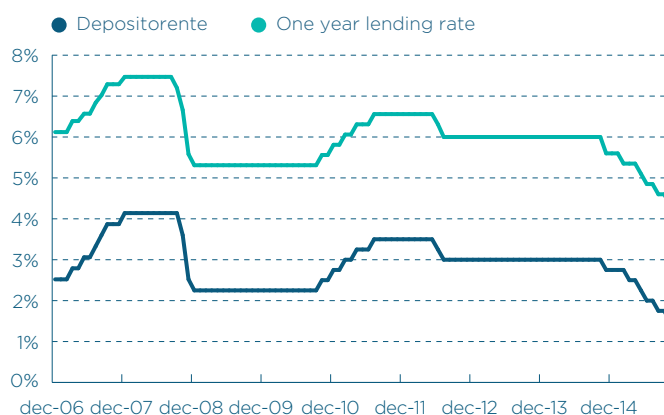
### Chinese centrale bank verlaagt rente

De Chinese centrale bank (PBoC) verlaagde de belangrijkste rentetarieven met 25 basispunten in oktober. In figuur 2 staan de *one year lending rate* en de deposito-rente weergegeven. Naast deze renteverlagingen zijn

ook de reservevereisten voor het bankwezen verlaagd om de kredietverlening aan te jagen. De monetaire verruiming kwam niet onverwachts en meer monetaire stimulering ligt in het verschiep gezien de afzwakkende economische groei in China. Het groeitempo neemt af maar volgens de officiële cijfers is van een forse dip geen sprake. In het derde kwartaal groeide de economie namelijk met 6,9% op jaarbasis. Ondertussen werken Chinese autoriteiten hard aan het omvormen en ondersteunen van de Chinese economie<sup>3</sup>. Dit bleek ook uit het recente 5-jarenplan voor de periode 2016-2020. De Chinese beleidsmakers streven naar een economische groei van circa 6,5% over deze periode en blijven inzetten op structurele hervormingen. Het éénkindbeleid wordt losgelaten en de bijdrage van consumptie en diensten aan de economie en de productie van hoogwaardige goederen moet vergroot worden. Dus ondanks dat de aard van de economische groei in China moet veranderen, nemen beleidsmakers maatregelen om een te forse afzwakking te voorkomen. Voor sommige andere opkomende landen is de situatie veel nijpender.

**Figuur 2 Beleidsrentes China**

Bron: Bloomberg, Syntrus Achmea Vermogensbeheer



### Kredietwaardigheid Brazilië onder druk

De Braziliaanse economie bevindt zich in recessie, het begrotingstekort loopt op en er speelt een omvangrijk corruptieschandaal rondom oliebedrijf Petrobras en de huidige regeringspartij. Door de verslechterde financiële huishouding verloor Brazilië de investment grade status bij Standard & Poor's. De kredietwaardigheid voor dollarschulden werd verlaagd van BBB- naar BB+ met negatieve vooruitzichten. De forse depreciatie van de Braziliaanse real ten opzichte van de Amerikaanse dollar, sinds eind 2012 met bijna 50%, bemoeilijkt de betaalbaarheid van schulden in dollars. De verschillen binnen de opkomende landen zijn echter groot. Zo werd de kredietwaardigheid van Zuid-Korea door Standard & Poor's verhoogd van A+ naar AA- in september.

<sup>3</sup> Meer informatie over het omvormen van de Chinese economie staat in de special *China in Transitie* in Syntrus Achmea Investment Letter, *Visie 2016-2020 Transitie & Turbulentie*, september 2015

# Herstel na dip

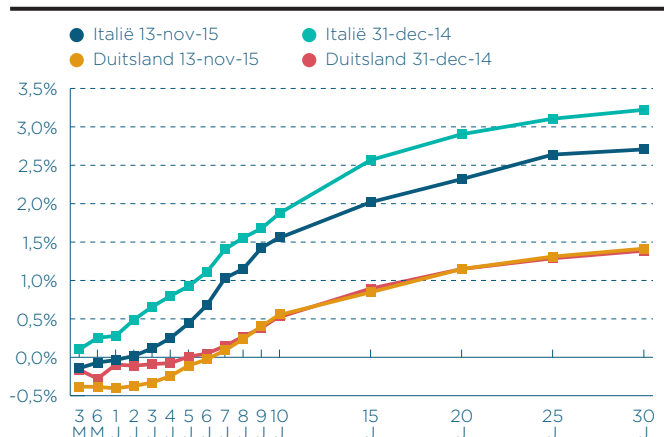
In oktober volgde sterk herstel op de aandelenmarkten na de turbulentie in augustus en september. Ook risicovollere vastrentende waarden wonnen terrein terug. De risicovrije rente bewoog de laatste maanden zijwaarts. Per saldo zijn de totaalrendementen in 2015 over de hele lijn gematigd met uitzondering van grondstoffen.

## Gematigd 2015

Na de forse correctie in augustus en september herstelden aandelenmarkten in oktober. De zorgen omtrent China en de angst voor een recessie in de Verenigde Staten ebden weg. Daarnaast droegen de monetaire verruiming in China en de *dovish* geluiden van de ECB bij aan de kentering van het sentiment. In de eerste helft van november stakte het herstel. Per saldo is het totaalrendement op aandelen licht positief dit jaar. De aandelenregio's met een ruim monetair beleid, de eurozone en Japan, laten de hoogste rendementen noteren in lokale valuta. De risicovollere vastrentende waarden lieten een vergelijkbaar verloop zien als aandelen de afgelopen maanden. In oktober daalde de risico-opslag op Global High Yield met circa 70 basispunten. Perifere staatsobligaties uit de eurozone profiteerden van het vooruitzicht op een verruiming van het opkoopprogramma van de ECB. Deze staatsobligaties laten dit jaar dan ook een relatief aantrekkelijk rendement noteren (zie figuur 3). Door de dalende renteniveaus is de effectieve rente op staatsobligaties uit Italië met een korte looptijd zelfs negatief. Dit geldt al langere tijd voor Duitse kortlopende staatsobligaties, zoals uit figuur 4 blijkt. De lage en negatieve renteniveaus houden dus aan, een situatie die werd versterkt door de uitlatingen van de ECB. Eind oktober had circa 16% van de uitstaande eurozone staatsobligaties een negatief effectief renteniveau. De Duitse 10-jaarsrente

**Figuur 4 Rentetermijnstructuur Duitsland en Italië**

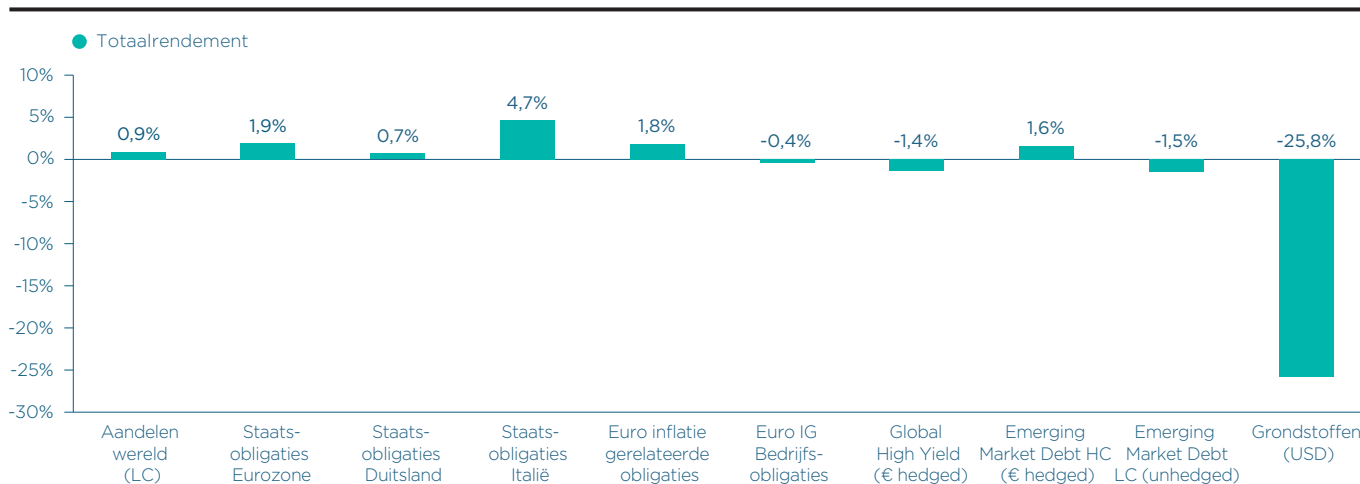
Bron: Bloomberg, Syntrus Achmea Vermogensbeheer



beweegt sinds medio juli tussen de 0,4% en 0,8% en bedroeg circa 0,6% medio november. De olieprijs schommelt sinds augustus in een bandbreedte van \$45 tot \$55. De voorraden blijven hoog waardoor de prijs onder druk blijft staan. Hierdoor zijn grondstoffen de slechtst presterende beleggingscategorie dit jaar. Verschillen in het monetaire beleid domineren het sentiment op de valutamarkten. Vooral de divergentie in beleid tussen de Fed en de ECB zorgt sinds medio oktober voor een depreciatie van de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De wisselkoers daalde hierdoor tot circa 1,07 waardoor het dieptepunt uit maart (1,05) weer in de buurt komt. Ondanks het herstel na de dip, zijn de totaalrendementen al met al gematigd in 2015. In figuur 3 staan de totaalrendementen tot en met medio november weergegeven. Het rendement op zowel aandelen als de meeste vastrentende beleggingen is beperkt, zeker in historisch perspectief gezien. Grondstoffen zijn de grote negatieve uitschieter door de fors gedaalde olieprijs.

**Figuur 3 Totaalrendementen t/m medio november 2015**

Bron: Bloomberg, Syntrus Achmea Vermogensbeheer



# Voorkeur voor aandelen Europa

Door de aanhoudend lage renteniveaus blijven de verwachte rendementen op staatsobligaties laag. Voor de andere beleggingscategorieën worden hogere rendementen verwacht, al zijn ook die in historisch perspectief gematigd. Het rendementsverloop in 2015 past binnen dit beeld. Overwegend gematigde rendementen met periodes van hoge volatiliteit waarbij aandelen per saldo de voorkeur genieten.

## Gematigde verwachtingen

In figuur 5 staan onze verwachte rendementen voor de middellange termijn. De verwachte rendementen voor staatsobligaties uit kernlanden en inflatiegerelateerde obligaties zijn negatief vanwege de lage aanvangsrendementen in combinatie met de verwachte rentestijging. Het verwachte absolute rendement van aandelen is historisch gezien niet uitzonderlijk hoog, maar aandelen leveren ten opzichte van staatsobligaties een aantrekkelijk verwacht extra rendement. Binnen onze DAA-positionering geven we dan ook de voorkeur aan aandelen Europa en opkomende markten ten koste van staatsobligaties uit de kernlanden.

## Positief op aandelen Europa

Begin september hebben we de overweging van aandelen Europa opgehoogd ten koste van staatsobligaties uit de kernlanden in de eurozone. De gedaalde aandelenkoersen tijdens de turbulentie in de maanden augustus en september waren voor ons aanleiding om de overweging te vergroten. Ondanks dat het verwachte absolute rendement voor aandelen onder het historisch gemiddelde ligt, is het relatieve verschil met staatsobligaties dermate groot, dat we deze

positie adviseren. Dit verschil komt ook tot uiting in de vergelijking van het dividendrendement van aandelen Europa met de Duitse kapitaalmarktrente (zie figuur 8 in de special *Verrassingen in 2016*). Bij een aanzienlijk verschil in verwacht rendement, profiteren aandelen Europa, met name die uit de eurozone, ook van een ruim monetair beleid en de depreciatie van de euro. Het economisch herstel in Europa vertaalt zich waarschijnlijk ook in hogere winstgroei.

## 2016

Ook in 2016 zal het monetaire beleid een grote invloed hebben op het sentiment. Centrale banken blijven dus een belangrijke rol spelen op de financiële markten. Op middellange termijn verwachten we beperkt stijgende renteniveaus, maar in 2016 zal dat nog nauwelijks het geval zijn. De beleidsrente in de eurozone gaat eerder nog verder omlaag in 2016. Gecombineerd met het opkoopprogramma gaat hier op korte termijn een drukkend effect vanuit op de renteniveaus van zowel de kernlanden als de perifere landen. Daar staat tegenover dat de Amerikaanse rente de komende kwartalen waarschijnlijk voorzichtig omhoog wordt gestuurd, wat de Europese kapitaalmarktrentes niet geheel onberoerd zal laten. Opkomende markten beleggingen zijn relatief goedkoop maar zijn op korte termijn nog kwetsbaar. Vooral de onzekere macro-economische omstandigheden en de renteverhoging in de Verenigde Staten kunnen de opkomende landen parten spelen. Gedurende 2016 zal er regelmatig een oprisping van volatiliteit plaatsvinden. Potentiële bronnen van onrust zijn het mogelijke EU-referendum in het Verenigd Koninkrijk, de groeivertraging in China en veranderingen in het monetaire beleid.

## Figuur 5 DAA-verwachtingen (ultimo oktober 2015)

Bron: Syntrus Achmea Vermogensbeheer

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Emerging Markets	■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	9,25%	Aantrekkelijke waardering maar moeizame macro-economische omgeving
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■		+ 2%	6,75%	Gunstige waardering, ruim ECB-beleid en economisch herstel
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■			6,75%	Relatief interessante renteniveaus maar hoog valutarisico
Aandelen VS	■ ■ ■ ■ ■			5,25%	Gematigd verwacht rendement door relatief hoge waardering
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Aantrekkelijke risico-opslag maar kredietwaardigheid landen onder druk
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Risico-opslag nabij de historische mediaan, oliesector kwetsbaar
Aandelen Japan	■ ■ ■ ■ ■			2,25%	Rendementsverloop wordt sterk beïnvloed door Abenomics-beleid
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■			1,75%	Ontwikkelingen aanbodkant zet verwacht rendement onder druk
Investment Grade Credit	■ ■ ■ ■ ■			0,50%	Laag verwacht rendement door lage rente maar redelijke risico-opslag
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■			0,25%	Rendement op kasgeld blijft lang laag door ruim ECB-beleid
Staatsobligaties niet-kernlanden	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Historisch lage renteniveaus in verhouding tot fundamentals
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■		-3%	-0,50%	Negatief verwacht rendement door zeer lage renteniveaus
Inflatiegerelateerde obligaties	■ ■ ■ ■ ■			-0,75%	Negatief verwacht rendement door negatieve reële rente en lage inflatie

Deze tabel vat de visie samen die ten grondslag ligt aan de Dynamische Asset Allocatie (DAA). De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende 5 jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's. Alle niet-eurobeleggingen zijn afgedekt naar euro's behalve Emerging Market Debt LC. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

# Verrassingen in 2016

Net als voorgaande jaren benoemen we een aantal gebeurtenissen dat de financiële markten volgend jaar positief of negatief kan beïnvloeden. Deze thema's hebben een kortere horizon en wijken af van ons basisscenario voor de middellange termijn. De kans dat een negatieve verrassing zich manifesteert, schatten we hoger in dan de kans op een positieve verrassing.

## Terugblik

In de Investment Letter van vorig jaar noemden we een aantal negatieve en positieve gebeurtenissen dat het beeld op de financiële markten in 2015 zou kunnen bepalen<sup>1</sup>. Als risico's zagen we een valutaoorlog, escalatie van geopolitieke onrust en een schok op de Amerikaanse obligatiemarkt. Vooral de eerste twee thema's hielden de markten de afgelopen kwartalen inderdaad in hun greep, onder andere door de forse depreciatie van de euro en de angst voor een Grexit, maar echte escalatie werd voorkomen. Als positieve verrassingen noemden we een *melt-up* op de financiële markten, een economische renaissance in de Verenigde Staten en een daling van de olieprijs naar \$50. Ondanks het wereldwijd ruime monetaire beleid is van een *melt-up* in activaprijzen geen sprake geweest. De totaalrendementen op de meeste beleggingscategorieën zijn in 2015 beperkt geweest (zie *Marktontwikkelingen*). De schalierevolutie heeft geleid tot een forse daling van de olieprijs waardoor de derde verrassing is uitgekomen. Een groot deel van de industriële sector ondervond hier echter nadeel van en in combinatie met de sterkere Amerikaanse dollar was van een renaissance niet echt sprake.

## Verwachtingen

In de Investment Letter van september 2015 hebben we onze middellange termijnverwachtingen uiteengezet<sup>2</sup>. We verwachten gematigde economische groei en lage inflatie voor de komende jaren. Rentenniveaus zullen laag blijven en beperkt oplopen. De verwachte totaalrendementen zijn in historisch perspectief voor nagenoeg alle beleggingscategorieën beperkt. Deze verwachtingen hebben betrekking op de komende vijf jaar en onze rendementsverwachtingen zijn gebaseerd op een waarderingsgedreven aanpak. Specifiek voor 2016 zien we een aantal gebeurtenissen die de rendementen op korte termijn negatief of positief kunnen beïnvloeden. Deze gebeurtenissen wijken af van onze middellange-termijnverwachtingen. We onderscheiden een drietal

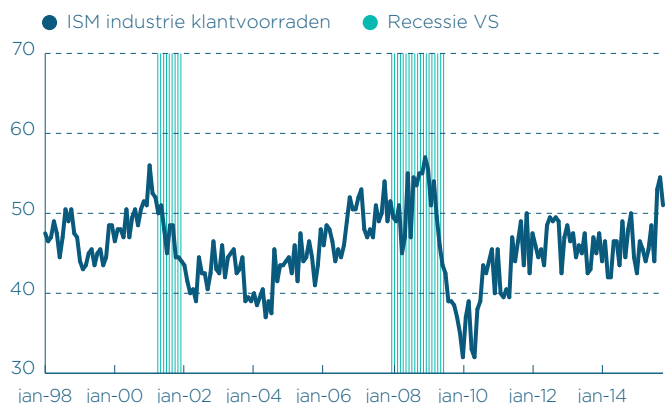
negatieve en een drietal positieve gebeurtenissen. De drie negatieve zijn: een recessie in de Verenigde Staten, escalatie van de opkomende landen crisis en een sterke toename van sociale en geopolitieke onrust. De drie positieve gebeurtenissen zijn: een groeiversnelling in China, normalisatie ontwikkelde landen en activa-inflatie. Per saldo schatten we de kans op een negatieve verrassing hoger in dan op een positieve verrassing.

## Recessie Verenigde Staten

In het hoofdstuk *Beleggingsomgeving* gaven we aan dat we de kans op een recessie in de Verenigde Staten laag inschatten. Dit betekent echter niet dat een recessie uitgesloten is. In de industriële sector is duidelijk sprake van afzwakking en historisch gezien loopt deze sector vooruit op de andere onderdelen in de economie. Onderliggend lopen de klantvoorraden in de industrie op zoals in figuur 6 is te zien en in het verleden kwam dit voor in aanloop naar een recessie. Daarnaast is de kans groot dat een aantal reguliere recessie-indicatoren in deze cyclus geen signaal geven. De huidige economische cyclus wijkt namelijk op een aantal punten af van cycli uit het verleden. Zo is het monetaire beleid extreem ruim geweest waardoor oplopende korte rentes tot op heden zijn uitgebleven. Ook is van stijgende inflatie nog geen sprake vanwege een aantal structurele deflatoire krachten. Indien een recessie zich aandient in 2016, zal dat ook grote invloed hebben op het monetaire beleid. De verwachte renteverhogingen zullen dan van tafel zijn. Aangezien de Fed de economie niet meer kan stimuleren via de korte beleidsrente, zal een nieuw opkoopprogramma gelanceerd worden. De Amerikaanse kapitaalmarktrente zal dalen en aandelenmarkten komen onder druk te staan vanwege de tegenvallende winstontwikkeling. Een recessie zal ook negatief uitpakken voor andere risicovolle beleggingscategorieën.

**Figuur 6 Oplopende industriële voorraden**

Bron: Bloomberg, Syntus Achmea Vermogensbeheer



1 Syntus Achmea Investment Letter, *Breuk in het peloton*, december 2014

2 Syntus Achmea Investment Letter, *Visie 2016-2020 Transitie & Turbulentie*, september 2015

### Escalatie opkomende landen crisis

Diverse opkomende landen bevinden zich in een economisch kwetsbare positie. De Chinese groeivertraging, de gedaalde grondstofprijzen en een aantal landspecifieke factoren, zijn hiervoor de belangrijkste oorzaken. We verwachten dat de groei in China afzwakt en dat sommige opkomende landen, zoals Brazilië, op korte termijn onder druk blijven staan. We verwachten echter geen escalatie van de situatie waarbij opkomende landen niet meer aan hun verplichtingen op hun (dollar)schulden kunnen voldoen en als groep afglijden naar een diepe recessie. Maar hier is wel stabilisatie van de Chinese groei, grondstofprijzen en de opkomende marktvaluta voor nodig. Want vooral de grondstofexporterende landen met hoge dollarschulden in de private sector zijn kwetsbaar. De aanhoudende daling van grondstofprijzen en de forse depreciatie van de valuta's in de afgelopen jaren maken het moeilijker om aan de verplichtingen op dollarschulden te voldoen. Deze situatie heeft geleid tot een verslechtering van kredietwaardigheid. Een escalatie van de situatie, zal alle beleggingen uit opkomende landen onder druk zetten en negatief uitstralen op de ontwikkelde landen.

### Onrust breidt zich uit

In een groot deel van de wereld neemt de sociale en geopolitieke onrust toe. De laatste jaren was dit vooral zichtbaar in Europa en in Arabische landen. Ondertussen woedt de burgeroorlog in Syrië al meer dan 4 jaar, blijft het onrustig in het oosten van Oekraïne en delen van het Midden-Oosten, verliezen de mainstreampartijen in Europa terrein en werd Parijs getroffen door een terroristische aanslag. De situatie in Syrië wordt steeds complexer nu meer buitenlandse machtsblokken zich in de strijd mengen. Normaliter hebben geopolitieke gebeurtenissen maar beperkte invloed op de financiële markten tenzij de impact op de wereld-economie groot is<sup>3</sup>. Daarom is vooral de situatie in Europa zorgelijk. Waar de nadruk eerst lag op de eurocrisis, is hier de vluchtelingen crisis bijgekomen. Hieruit bleek wederom dat de lidstaten van de Europese Unie onderling sterk verdeeld zijn. Het ontbreekt aan een coherente en breed gedragen strategie om de crisis te beteugelen. Door de vluchtelingen crisis neemt de populariteit van EU-kritische partijen toe en wankelt zelfs de onaantastbare positie van de Duitse bondkanselier Merkel. De terroristische aanslagen in Parijs kunnen leiden tot toenemende polarisatie in Europa met een wijziging van politieke koers tot gevolg. Daarnaast winnen afscheidingsbewegingen in Europa steeds meer terrein, onder andere in Catalonië, en neemt de steun voor een Brexit in het Verenigd

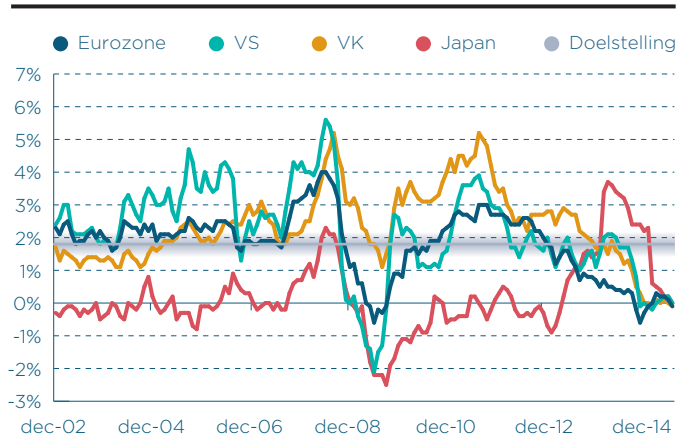
Koninkrijk toe. Het referendum over het EU-lidmaatschap van het Verenigd Koninkrijk vindt mogelijk in 2016 plaats. Per saldo leidt de sociale onrust tot een toename van instabiliteit met potentieel grote gevolgen. Dit kan leiden tot periodes met hoge volatiliteit op de financiële markten.

### Groeiversnelling China

De economische groei in China zwakt af en wij verwachten dat deze afzwakking de komende periode zal doorzetten. Chinese autoriteiten nemen echter diverse maatregelen om de groei te ondersteunen. De PBoC heeft de beleidsrentes al diverse malen verlaagd en de kredietverleningseisen versoepeld. Er komen middelen beschikbaar voor infrastructuurinvesteringen en de aanschafbelastingen op auto's zijn verlaagd. In het 5-jarenplan werd de noodzaak van stabiele en aanhoudende economische groei onderschreven. Gezien het belang van economische groei om sociale onrust te voorkomen, stellen de Chinese autoriteiten alles in het werk om de groei te ondersteunen. Door alle maatregelen kan de groei op korte termijn positief verrassen. Dit zou ook positief kunnen uitwerken op andere opkomende landen. Door de huidige lage valutakoersen zullen de opkomende landen een extra stimulans krijgen. Groeigerelateerde beleggingen, zoals aandelen en dan vooral uit opkomende landen, zullen het goed doen in dit scenario.

**Figuur 7 Inflatie ontwikkelde landen (headline CPI)**

Bron: Bloomberg, Syntrus Achmea Vermogensbeheer



### Normalisatie ontwikkelde landen

Voor de komende jaren verwachten we lage groei en lage inflatie in de ontwikkelde landen. De inflatie bevindt zich in zowel de eurozone, als de Verenigde Staten en Japan onder de doelstelling van centrale banken (zie figuur 7). Gemiddeld genomen streven centrale banken naar een inflatie in de buurt van 2%. Ondanks alle extreme monetaire maatregelen blijft de inflatie onder dit niveau. Aanhoudende overcapaciteit, de gedaalde grondstofprijzen en hoge schuld niveaus zijn hier mede de oorzaak van. Centrale banken

<sup>3</sup> Zie de special *Geopolitieke onrust terug in vizier* in de Syntrus Achmea Investment Letter, *Visie 2015-2019 Bitter Medicijn*, september 2014

blijven hierdoor een uiterst expansief monetair beleid nastreven met ongewenste neveneffecten tot gevolg. Als de economische groei versnelt en de inflatie oploopt van de huidige lage niveaus richting de doelstelling van centrale banken, kan een begin gemaakt worden met de normalisatie van het monetaire beleid. Een dergelijke ontwikkeling zou een versnelling betekenen van ons basisscenario voor de middellange termijn. Een einde aan de monetaire experimenten van centrale banken en een normalisatie van renteniveaus, is voor de langere termijn een positieve ontwikkeling. Hogere renteniveaus worden in eerste instantie mogelijk negatief ontvangen op de financiële markten maar voor de stabiliteit op langere termijn is dit een gunstige ontwikkeling.

### Activa-inflatie

Als laatste positieve verrassing noemen we forse koersstijgingen van vooral de risicovollere beleggingen. Deze verrassing hebben we vorig jaar ook genoemd onder het kopje *melt-up*. In 2015 heeft dit echter niet plaatsgevonden. Het is echter niet uit te sluiten dat het wereldwijd aanhoudend ruime monetaire beleid tot zeepbellen op de financiële markten leidt. Want voor een positief (reëel) rendement zal risico genomen moeten worden. De ruimte voor koersstijgingen bij staatsobligaties is beperkt vanwege de lage renteniveaus. Wel kunnen de risico-opslagen van perifere staatsobligaties in de eurozone nog verder inkomen dan dat op basis van de onderliggende fundamenten verwacht zou mogen worden<sup>4</sup>. Maar ook andere beleggingscategorieën kunnen profiteren. De effectieve

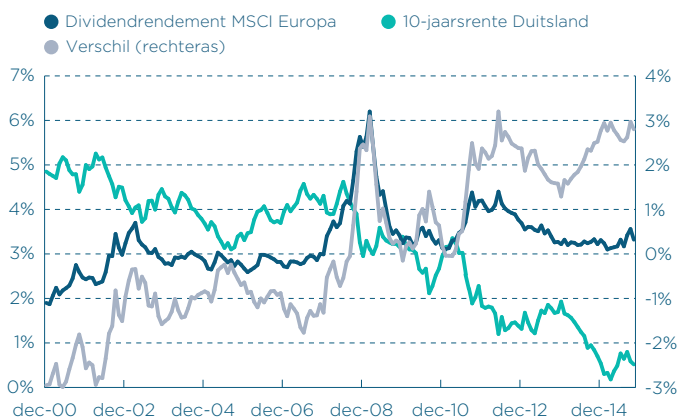
4 Zie voor een schatting van de risico-opslagen voor staatsobligaties in de eurozone de special *Risico-opslagen eurozone: waar ligt het evenwicht?* in de Syntrus Achmea Investment Letter, *Grensverleggend*, maart 2015

## Dividendrendement relatief aantrekkelijk

renteniveaus van de risicovollere vastrentende categorieën en het dividendrendement van aandelen steken gunstig af tegen de lage, en soms negatieve, rentes op staatsobligaties van de kernlanden. Uit figuur 8 blijkt dat het verschil tussen het dividendrendement op de Europese aandelenmarkt en de Duitse kapitaalmarkt-rente in historisch perspectief hoog is. Het relatief hoge dividendrendement maakt deze categorie aantrekkelijk voor beleggers die op zoek zijn naar inkomen. Toeneemende interesse van beleggers kan leiden tot activa-inflatie in zowel aandelen als de risicovollere vastrentende categorieën. Nieuwe monetaire stimulansen zijn de meest waarschijnlijke aanleiding voor een forse rally.

**Figuur 8 Relatief aantrekkelijk dividendrendement**

Bron: Bloomberg, Syntrus Achmea Vermogensbeheer



### Colofon

**Meer Weten?** Neem dan contact op met uw fondsmanager of account-CIO. De Syntrus Achmea Investment Letter is een uitgave van de afdeling Investment Strategy van Syntrus Achmea.

### Disclaimer

De informatie in dit document is met zorg door Syntrus Achmea Vermogensbeheer B.V. (hierna "SAVB") samengesteld en bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers als bedoeld in de Wet financieel toezicht.

Dit document is niet bedoeld en dient niet te worden beschouwd (i) als aanbod of uitnodiging tot het kopen, verkopen of anderszins verhandelen van financiële instrumenten, (ii) als beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, of (iii) als juridisch, fiscaal of enig ander advies. SAVB raadt de lezer van dit document af een beleggingsbeslissing of enige andere beslissing uitsluitend te baseren op in dit document vermelde informatie en aanvaardt geen aansprakelijkheid voor schade die het gevolg is van zo'n beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op door SAVB van betrouwbaar geachte informatiebronnen betrokken informatie. SAVB garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen, noch staat zij in voor de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. Aan de informatie in dit document kunnen geen rechten worden ontleend en de in dit document opgenomen informatie is uitsluitend informatief van aard. Alle informatie, inclusief eventuele cijfers die een momentopname betreffen, kan aan verandering onderhevig zijn waardoor de tekst niet langer actueel zou kunnen zijn op het moment dat ze gelezen wordt. SAVB behoudt zich het recht voor om de in het document opgenomen informatie zonder nadere aankondiging te wijzigen. Het noemen van historische rendementen op beleggingen dient uitsluitend als nadere uitleg en toelichting te worden beschouwd en SAVB beoogt daarmee geen enkele uitspraak te doen over zijn verwachtingen ten aanzien van het rendement of koersverloop van die beleggingen op de korte of lange termijn. De waarde van uw belegging kan fluctueren en het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Behalve het kopiëren van de in dit document aangeboden informatie voor eigen persoonlijk gebruik, is het niet toegestaan om (gedeelten van) de inhoud, zonder de uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van SAVB, over te nemen, te vermenigvuldigen of op welke wijze dan ook te distribueren of openbaar te maken. Alle in dit document gepresenteerde informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) is eigendom van of in licentie bij SAVB en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht dan wel enig ander recht van intellectueel eigendom. Er worden geen rechten van welke aard dan ook in licentie gegeven of toegewezen of op andere wijze overgedragen aan personen die toegang verkrijgen tot deze informatie. Het is niet toegestaan om (gedeelten van) de inhoud van dit document over te nemen, te vermenigvuldigen of op welke wijze dan ook te distribueren, zonder de uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van SAVB.

Syntrus Achmea Vermogensbeheer B.V., statutair gevestigd te Tilburg en kantoorhoudende te De Meern (Handelsregister nr. 18059537), is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten in Amsterdam.