

UITGAVE 18

Investment Letter

Achmea Investment Management



Maart 2016

Onder nul

Beleggingsomgeving

Onzekerheid
troef

2

Marktontwikkelingen

Negatief
sentiment
overheerst

4

Vooruitzichten

Risicopremies
in de lift

5

Special

Rentes door
ondergrens

6

Onzekerheid troef

Een gure wind waaide over de financiële markten gedurende de eerste maanden van 2016. De daling van de olieprijs, de zorgen over de Chinese economie, de afnemende wereldwijde groei en de onrust in de financiële sector vormden hiervoor de belangrijkste ingrediënten. Ondanks dat de meeste zorgen terecht zijn, is de sterke marktreactie opvallend. De recente macro-economische cijfers tonen verzwakking van de conjunctuur, maar van een ineenstorting zoals in 2008 is geen sprake. De afzwakking vindt wel plaats tegen een instabiele en onzekere achtergrond.

Olieprijs daalt fors

Sinds de zomer van 2011 vertoont de olieprijs een dalende trend. Begin dit jaar dook de Brent olieprijs onder de \$30 per vat; het laagste niveau sinds 2003. De scherpe prijsval komt door een aanbodoverschot van olie. De vraag naar olie stijgt nog gestaag. In 2015 bedroeg de wereldwijde vraag naar olie bijna 94 miljoen vaten per dag. Dit was een stijging van 1,4 miljoen ten opzichte van een jaar eerder. Aan de aanbodkant speelt echter een aantal factoren die zorgen voor een overvloed aan olie. Ten eerste zorgt de Amerikaanse schalierevolutie voor een sterke productiestijging in de Verenigde Staten. Ten tweede stuurt Saoedi Arabië nu op behoud van marktaandeel en niet op prijsstabiliteit. De olieproductie werd dus niet verlaagd maar juist opgeschroefd. Dit is een breuk met het beleid uit het verleden. Ten derde nam de productie toe in landen die eerder last hadden van interne onrust of sancties. Vooral het opheffen van de sancties tegen Iran heeft de markt recent verder in onbalans gebracht. De scherpe daling van de olieprijs leidde tot onrust op de financiële markten. Niet alleen de beleggingscategorie grondstoffen werd hard geraakt. Ook de bedrijven en landen die sterk afhankelijk zijn van de olieprijs liepen averij op. Dit is vooral terug te zien op de High Yield markt waar schalieolieproducenten in financiële problemen komen en in diverse opkomende landen. Wij verwachten dat de olieprijs de komende kwartalen zal bewegen in een ruime bandbreedte rond het huidige niveau van circa \$35 per vat. De productie in de Verenigde Staten begint terug te lopen en een aantal olieproducerende landen heeft afgesproken de productie te bevroren. De inperking van de olieproductie begint dus langzaam op gang te komen. Een fors hogere olieprijs verwachten we op korte termijn echter niet gezien de enorme voorraden die voorhanden zijn.

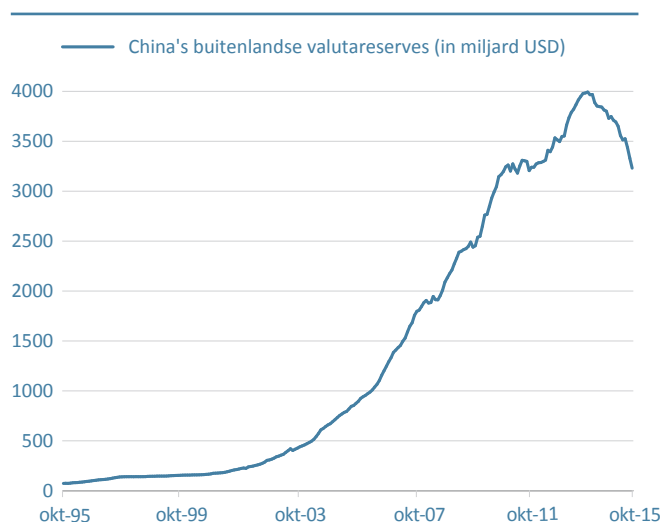
Opkomende landen hebben het moeilijk

De meeste grondstofexporterende landen zien hun economische groei teruglopen terwijl de begrotingstekorten oplopen. Landen als Rusland, Brazilië en Venezuela zijn hierdoor in zwaar weer terechtgekomen. Maar binnen de opkomende landen gaat de meeste aandacht uit naar China. De Chinese financiële markten kenden een zeer turbulente start van het jaar. De Chinese autoriteiten lieten de koppeling van de renminbi met de Amerikaanse dollar los. In plaats daarvan sturen ze de waarde van de renminbi nu ten opzichte van een mandje valuta's. Deze liberalisering van het valutabeleid en de slechte communicatie hierover leidde tot onrust op de financiële markten en tot

kapitaalvlucht uit China. Aandelenmarkten gingen onderuit en de Chinese renminbi kwam onder druk te staan. De Chinese autoriteiten proberen de depreciatie van de renminbi te beperken door de enorme valuta-reserves in te zetten. Deze valuta-reserves zijn hierdoor fors gedaald de afgelopen maanden, zoals in figuur 1 is te zien. De vrees bestaat dat de Chinese autoriteiten de grip op de renminbi verliezen waardoor de munt fors in waarde zal dalen. Wanneer dit gebeurt, zal China nog meer deflatie naar de rest van de wereld exporteren. De rest van de wereld zit hier niet op te wachten aangezien de wereldwijde inflatiecijfers al laag zijn en de inflatieverwachtingen dalen. Een forse depreciatie zal dan ook gezien worden als een nieuwe stap in een wereldwijde valutaoorlog.

FIGUUR 1 VALUTARESERVES CHINA

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Wereldwijde groeiverzwakking

Naast de groeivertraging in de opkomende landen, nemen de zorgen over de economische ontwikkelingen in de Verenigde Staten toe. De industriële sector ligt er al langere tijd zwak bij. In het verleden was dat vaak een voorbode voor een algehele recessie. De Amerikaanse industrie heeft vooral last van de sterke Amerikaanse dollar en de energiesector kampt met de fors gedaalde olieprijs. Recentelijk kwamen er ook cijfers uit die duiden op een groeivertraging in de dienstensector. De inkoopmanagersindex van de dienstensector duidt weliswaar nog steeds op expansie, maar is de laatste maanden wel gedaald. Toch achten we de kans op een recessie in de Verenigde Staten relatief beperkt. De vooruitzichten voor de woningmarkt en de Amerikaanse consument blijven goed. De gedaalde olieprijs zorgt voor een toename in het besteedbare inkomen en de arbeidsmarkt blijft er goed bijliggen. De werkloosheid daalde tot onder de 5% in januari. De krapte op de arbeidsmarkt resulteert in aantrekkende loongroei. Het grootste risico is wel dat de huidige turbulente marktomstandigheden leiden tot een selffulfilling prophecy. Het negatieve sentiment op de financiële markten slaat dan over op de reële economie. De oplopende

risico-opslagen zorgen namelijk voor krappere wordende financiële condities in de economie en de turbulentie raakt zowel het producenten- als consumentenvertrouwen. Vooral de afstraffing van de financiële sector is een zorgelijke ontwikkeling. Risico-opslagen op schuld papier van banken liepen fors op en de aandelen van financiële instellingen stonden sterk onder druk de afgelopen maanden. Twijfel over de gezondheid van het bankwezen is een gevaarlijke ontwikkeling die de reële economie kan schaden. De kans op escalatie zoals in 2008 schatten we voornamelijk laag in omdat de banken financieel gezonder zijn dan toen en er liquiditeitsvangnetten klaar staan. Wel staat de winstgevendheid van het bankwezen onder druk door de negatieve rentes en hogere kapitaal eisen.

Macro-economische data wisselend

Ondanks deze negatieve ontwikkelingen, duiden de macro-economische cijfers niet op een ineenstorting van de wereldeconomie zoals in 2008. Zoals aangegeven staat de Amerikaanse consument er goed voor en consumentenbestedingen maken het grootste deel uit van de economie in de Verenigde Staten. In Europa duiden de meeste macro-economische cijfers nog op aantrekkende groei. De economie in de eurozone groeide met 1,5% jaar op jaar in het vierde kwartaal. Leidende indicatoren duiden op aanhoudend momentum in de economische ontwikkeling. De Chinese economie koelt af maar van een harde landing is voornamelijk geen sprake. Net als in de Verenigde Staten staat de industriële sector onder grote druk terwijl de dienstensector zich positief ontwikkelt. De economische afzwakking van de opkomende landen speelt al langer. De economische situatie in de grondstofexporterende landen zal verbeteren wanneer de grondstofprijzen stabiliseren. Het IMF en de OESO verlaagden recent de wereldwijde groeiverwachting voor 2016 naar respectievelijk 3,4% en 3,0%. Deze verwachtingen zijn in lijn met de groei in 2015. Wel verliest de wereldeconomie aan momentum. De afzwakkende groei vindt plaats tegen een achtergrond die omgeven is met risico's.

Grimme achtergrond

De wereldeconomie worstelt met een aantal structurele problemen. Deze worden acuter naarmate de groei afzwakt. Zo neemt de politieke polarisatie in Europa toe mede onder invloed van de migrantencrisis. Het Schengenverdrag staat onder druk en uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie, een zogenaamde Brexit, is niet langer ondenkbaar. Op 23 juni 2016 mag de Britse bevolking zich hierover uitspreken via een referendum. Maar het belangrijkste structurele risico blijven de wereldwijd hoge schuld niveaus. Sinds de crisis in 2008 zijn deze nauwelijks afgebouwd en in sommige regio's, zoals de opkomende landen, zelfs fors gestegen. De hoge schuld niveaus drukken de economische groei en zorgen voor potentiële instabiliteit. Daarnaast bestaat er twijfel op de financiële markten of centrale banken nog wel in staat zijn om met nieuwe, effectieve maatregelen te komen om een nieuwe crisis te bestrijden en de economie te stimuleren. De beleidsrentes zijn historisch laag, of zelfs negatief, en het stimulerende effect hiervan staat ter discussie. De Japanse centrale bank (BoJ) introduceerde eind januari onverwachts een negatieve depositorente. In het recente verleden leidden dergelijke maatregelen tot een verzwakking van de Japanse munt en tot een positieve impuls voor de aandelenmarkt. Deze keer was de positieve reactie echter van zeer korte duur. Dit

voedt de twijfel over de effectiviteit van de onconventionele maatregelen van de centrale banken. De vrees bestaat dat het leunen op het monetaire beleid haar limiet heeft bereikt. Ondanks alle genomen monetaire maatregelen dalen de inflatieverwachtingen. De lage renteniveaus stimuleren de vraag naar krediet in de reële economie nauwelijks terwijl de nadelen van dit extreme beleid steeds duidelijker worden. Pensioenfondsen en verzekeraars worden hard geraakt. Tegen een negatieve rente is het lastig sparen voor de oude dag. In de special *Rentes door ondergrens* gaan we uitgebreid in op de negatieve effecten van de lage renteniveaus. De beperkte mogelijkheden van centrale banken om opnieuw in te grijpen is reden tot zorg nu de wereldwijde economische groei afkoelt en de wereldwijde desinflatie sterker wordt. Gecombineerd met de hoge schuld niveaus is dit potentieel een giftige cocktail.

FIGUUR 2 AMERIKAANSE INFLATIEVERWACHTING OP MIDDELLANGE TERMIJN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Doorgaan op ingeslagen weg

Toch verwachten wij dat de Europese Centrale Bank (ECB) en de BoJ, ondanks het beperkte effect, door zullen gaan met het verlagen van de beleidsrenteniveaus. De Amerikaanse centrale bank (Fed) zal voorlopig een pas op de plaats maken met een volgende renteverhoging. De onrust op de financiële markten en de afzwakkende economische groei beletten een snelle verhoging van de beleidsrente. Daarnaast dalen de inflatieverwachtingen. De verwachte middellange termijn inflatie over 5 jaar daalde tot onder de 1,5% in de Verenigde Staten. Dit was het laagste niveau sinds de financiële crisis in 2008/2009 zoals uit figuur 2 blijkt. Indien de deflationaire druk aanhoudt en de wereldwijde economie verder afkoelt, gaan centrale banken waarschijnlijk over tot nog extremere maatregelen (zie special *Rentes door ondergrens*). Op korte termijn verwachten we dit niet. Indien de wereldwijde economische groei standhoudt en structurele aanpassingen worden doorgevoerd, de basisgedachte achter ons basisscenario Aanpassing & Groei met lage groei, inflatie en renteniveaus, kunnen de excessen uit het verleden worden weggewerkt. Dit beoogde pad vormt geen makkelijke route voor de beleidsmakers, waarbij het risico van financiële schokken sterk is toegenomen. De meest waarschijnlijke reactie is het nog zwaarder leunen op monetair geschut, met andermaal zeer onzekere langere termijn effecten.

Negatief sentiment overheerst

2016 begon erg volatiel. Op de aandelenmarkten ontwaakte de beer uit een lange winterslaap. De renteniveaus op staatsobligaties zakten verder onder nul. De Duitse 2-jaarsrente bereikte zelfs een nieuw dieptepunt. De olieprijs zakte gedurende januari tot onder de \$30 per vat. Later volgde herstel.

De beer ontwaakt

Financiële markten kenden een zeer volatiele start in 2016. Aandelenmarkten gingen onderuit, risico-opslagen liepen op en risicovrije renteniveaus daalden verder. Uiteindelijk resulteerde een flinke min voor aandelen en grondstoffen en een positief rendement voor Duitse staatsobligaties zoals uit figuur 3 blijkt. Financiële markten prijzen een somber scenario in. De inflatieverwachtingen dalen, meer monetaire stimulering wordt ingeprijsd en groeigevoelige beleggingen gingen in de uitverkoop. De daling van de olieprijs, de zorgen over de Chinese economie, de afnemende wereldwijde groei en de onrust in de financiële sector drukten het sentiment op de financiële markten. Medio januari en februari toonden aandelenmarkten herstel, maar overtuigend is het niet.

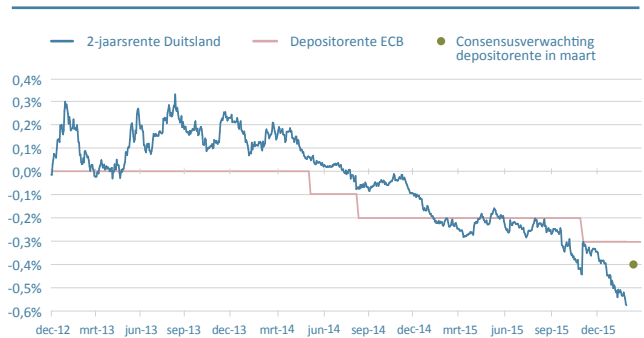
Ook de risicovollere vastrentende waarden stonden onder druk. De risico-opslag op High Yield steeg naar een niveau dat in het verleden meestal voorkwam tijdens recessies. Vooral in de energiesector zijn de risico-opslagen explosief gestegen. Ook schuld papier uit opkomende landen kreeg te maken met oplopende risico-opslagen. Dit komt door de economische tegenwind en de verslechterende kredietwaardigheid van een aantal opkomende landen. Echter, veel van deze risico's zijn inmiddels ingeprijsd. In de tweede helft van februari daalde de risico-opslag weer. Het totaalrendement op Emerging Market Debt in zowel harde als lokale valuta was per saldo positief. Renteniveaus van de kernlanden blijven maar dalen. De Duitse 2-jaarsrente daalde tot onder de -0,5% (zie figuur 4). Dit is het laagste niveau ooit. Beleggers anticiperen hiermee op een verdere verlaging van de depositorente door de ECB op 10 maart. Ook de kapitaalmarktrentes daalden verder. De Duitse

10-jaarsrente daalde van 0,63% naar 0,11%. Deze rentedaling vond maar beperkt plaats in het perifere deel van de eurozone. De Italiaanse 10-jaarsrente daalde met 18 basispunten naar 1,42%. Dit impliceert dat de risico-opslag ten opzichte van Duitsland is gestegen.

De olieprijs daalde in januari tot onder de \$30 per vat. Vervolgens vond herstel plaats en schommelde de prijs voor een vat Brent olie rond \$35. De olievoorraden blijven onverminderd hoog maar er worden maatregelen getroffen om de olieproductie af te remmen. Binnen de beleggingscategorie grondstoffen profiteerde de goudprijs van de onrust op de financiële markten. Deze steeg met bijna 16% gedurende januari en februari. De euro won in eerste instantie terrein terug ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De Amerikaanse munt deprecieerde omdat beleggers vooralsnog geen verhoging van de beleidsrente in de Verenigde Staten meer verwachtten. Uiteindelijk was de verandering in de wisselkoers minimaal nadat de euro in waarde daalde in anticipatie op verdere monetaire verruiming door de ECB. De nieuwe maatregelen van de BoJ hadden niet het gewenste effect op de Japanse yen. Ondanks de negatieve depositorente steeg de Japanse munt in waarde ten opzichte van zowel de euro als de Amerikaanse dollar. Het Britse pond zakte in waarde door de Brexitperikelen.

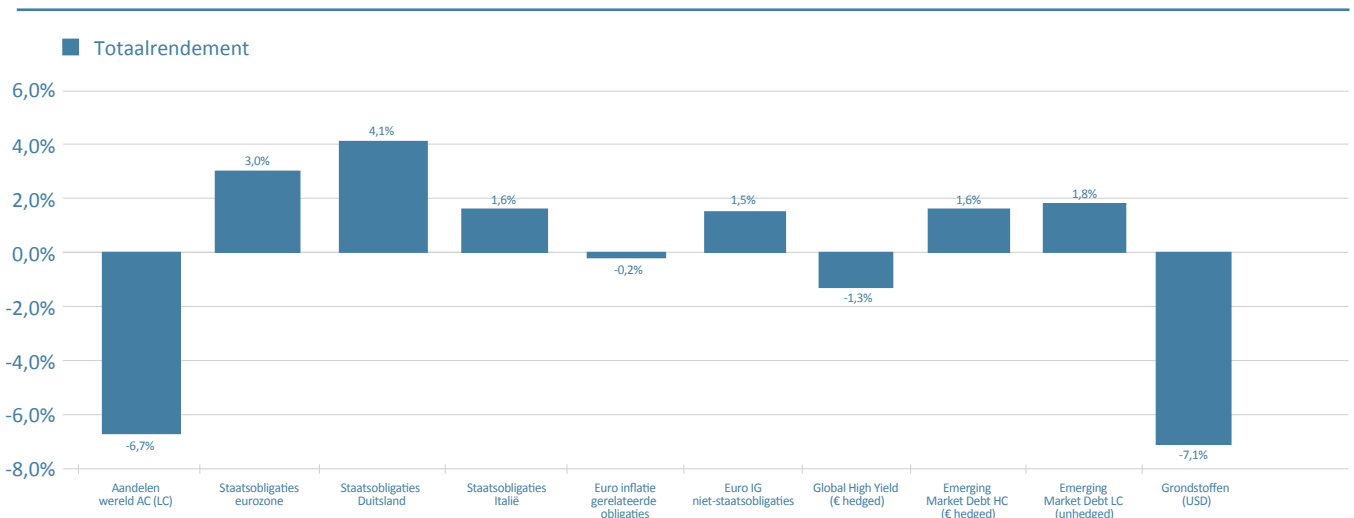
FIGUUR 4 2-JAARSRENTE EN DEPOSITORENTE ECB

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN T/M ULTIMO FEBRUARI 2016

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Risicopremies in de lift

Financiële markten prijzen een winters scenario in. Indien de wereldwijde groei afzwakking blijkt mee te vallen, ligt een herstel van de aandelenmarkten voor de hand. Vanwege de extreem lage renteniveaus zijn de middellange termijn rendementsverwachtingen voor veilige staatsobligaties negatief. Door de lage renteniveaus valt de relatieve waardering voor nagenoeg alle andere beleggingscategorieën positief uit. Gezien de uitdagingen in de wereldeconomie zal de volatiliteit hoog blijven de komende maanden.

Van ZIRP naar NIRP

De renteniveaus zijn laag en blijven onder druk staan door het beleid van centrale banken. Waar eerst werd gesproken over ZIRP, *zero interest rate policy*, is in Europa NIRP, *negative interest rate policy*, meer op zijn plaats. Vooral Europese centrale banken, naast de ECB ook de Zwitserse en een aantal Scandinavische centrale banken, hanteren negatieve depositorentes (zie special *Rentes door ondergrens*). Dit beleid heeft geleid tot een daling van de hele rentecurve. Door de lage en negatieve renteniveaus is de rendementsverwachting voor de middellange termijn voor staatsobligaties uit de kernlanden negatief. Ondanks dat we verwachten dat de kapitaalmarktrente op korte termijn laag blijft, is het opwaarts koerspotentieel voor staatsobligaties bij deze lage renteniveaus beperkt.

Yield voordeel

Ten opzichte van de extreem lage risicovrije rente steken de risicovollere vastrentende waarden en aandelen positief af. De risicopremies op High Yield, schuldpapier van Opkomende Markten en aandelen zijn aantrekkelijk. Maar de risico's zijn ook groot. De faillissementsverliezen voor High Yield zullen

oplopen vanwege de problemen in de energiesector en het feit dat sommige opkomende landen onder druk staan vanwege de fragiele economische situatie. Maar gezien de hoogte van de risico-opslagen worden beleggers voor deze risico's ruimschoots gecompenseerd. Het relatieve yield verschil geldt ook voor aandelen. Het dividendrendement op Europese aandelen bedraagt circa 3,7%. Het verschil tussen dit dividendrendement en de Duitse 10-jaarsrente van circa 0,1% is historisch hoog, vooral door de lage kapitaalmarktrente. Gecombineerd met gematigde winstgroei en een gemiddelde waardering, krijgen aandelen waarderingstechnisch de voorkeur.

Risico's stapelen zich op

Dit neemt niet weg dat de risico's toenemen en dat aandelen periodes van (fors) negatieve rendementen kennen. Waar voorheen staatsobligaties of kasgeld dan een aantrekkelijk alternatief waren, geldt dit nu in mindere mate. Strategisch gezien is een goed gespreide portefeuille naar verschillende risicofactoren van cruciaal belang. De huidige turbulente periode laat zien dat blootstelling naar bijvoorbeeld de factor momentum waardevol is. Voor onze DAA-positionering vertrouwen we vooral op onze waarderingmodellen. Daarom geven we de voorkeur aan aandelen Europa en Opkomende Markten ten koste van staatsobligaties uit de kernlanden. Ook de risicovollere vastrentende categorieën komen steeds hoger uit in de rangschikking in de DAA-tabel (zie figuur 5). Maar waardering is geen tactische kortetermijnindicator en financiële markten focussen zich nu op de risico's. Door de wereldwijd afzwakkende economische groei met op de achtergrond de sluimerende structurele problemen en de politieke onzekerheid, neemt de kans op financiële schokken toe. De komende maanden zullen daarom volatiel blijven.

FIGUUR 5 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO FEBRUARI 2016)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Emerging Markets	■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	11,00%	Aantrekkelijke waardering maar moeizame macro-economische omgeving
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■		+ 2%	8,25%	Relatief gunstige waardering en extreem ruim ECB-beleid
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■			6,75%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus maar hoog valutarisico
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■			5,75%	Risico-opslag op hoog niveau; wanbetalingen in oliesector lopen op
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■			4,25%	Risico-opslag op historisch hoog niveau; kredietwaardigheid onder druk
Aandelen VS	■ ■ ■ ■ ■			5,75%	Beneden gemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Aandelen Japan	■ ■ ■ ■ ■			4,75%	Verwacht rendement gestegen door forse koerscorrectie in 2016
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■			4,75%	Olievoorraden zijn historisch hoog; olieprijs lijkt wel te stabiliseren
Investment Grade Credit	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Laag verwacht rendement door lage rente
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Rendement op kasgeld momenteel negatief door extreem ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■			-0,50%	Zeer lage renteniveaus in verhouding tot fundamentals
Inflatiegerelateerde Obligaties	■ ■ ■ ■ ■			-0,50%	Negatief verwacht rendement door negatieve reële rente en lage inflatie
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■		- 3%	-1,25%	Negatief verwacht rendement door historisch lage renteniveaus

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.

Rentes door ondergrens

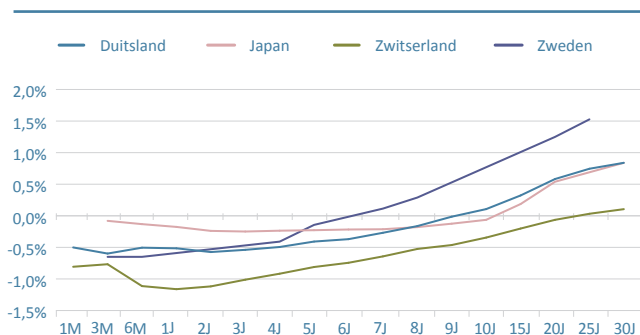
Centrale banken in Europa en Japan experimenteren met negatieve depositorentes. Naar verwachting gaan deze beleidsrentes de komende maanden nog verder omlaag. De neerwaartse aanpassingen van de officiële tarieven zorgen ervoor dat de rente ook op langere looptijden van de rentetermijncurve onder nul komt. Negatieve effectieve rentes op veilige staatsobligaties beginnen nu 'normaal' te worden. Over het experiment met de negatieve depositorente hebben wij onze twijfels. De voordelen zijn beperkt terwijl de nadelen potentieel zeer groot kunnen zijn. Niet alleen spaarders zijn de dupe. Negatieve rentes ondermijnen ook één van de hoekstenen onder ons economisch systeem: dat geld lenen geld kost.

Steeds meer negatieve renteniveaus

Op de wereldwijde obligatiemarkten wordt inmiddels voor ruim \$6.500 miljard aan overheidspapier met een negatieve rente verhandeld¹. Figuur 6 geeft voor een aantal landen de effectieve renteniveaus weer voor staatsobligaties met een looptijd van één maand tot dertig jaar. Alle getoonde landen kennen een negatieve rente voor de korte looptijden. Voor sommige landen, zoals Zwitserland en Japan, strekt de negatieve rente zich zelfs uit tot een looptijd van 10 jaar. Maar ook in de kernlanden van de eurozone, zoals Duitsland, zijn de renteniveaus over een groot gedeelte van de rentetermijncurve negatief. De Duitse 2-jaarsrente daalde in februari tot een historisch dieptepunt (zie figuur 4). Deze extreme lage renteniveaus zijn historisch gezien zeer opmerkelijk en worden grotendeels veroorzaakt door het extreem ruime monetaire beleid.

FIGUUR 6 RENTES OOK OP LANGERE LOOPTIJDEN NEGATIEF (PER ULTIMO FEBRUARI 2016)

Bron: Bloomberg, Achmea IM

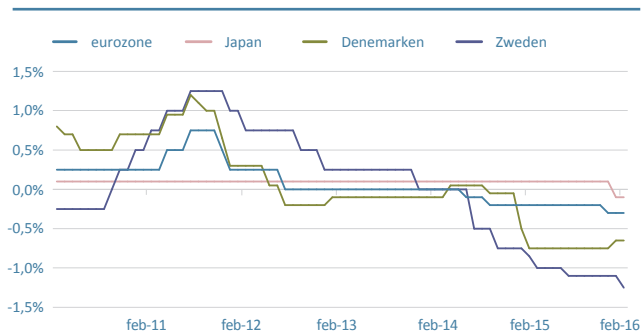


Monetair beleid steeds extremer

Als een centrale bank vroeger de economie wilde stimuleren dan verlaagde de bank de beleidsrente². Om de kredietcrisis uit 2008/2009 te bezweren, zijn de beleidsrentes wereldwijd fors verlaagd tot nagenoeg 0%. Het economisch herstel bleef desondanks zwak. Mede hierdoor bleef de vrees voor deflatie bestaan. Centrale banken misten regelmatig hun inflatiedoelstelling en de roep om meer economische stimulansen bleef hardnekkig. Centrale bankiers reageerden door steeds onconventionelere middelen in te zetten in de hoop om zo de inflatie aan te jagen en de economie te stimuleren. Deze onconventionele maatregelen bestonden in eerste instantie uit het opkopen van (staats-)obligaties³. Later begonnen centrale banken met het negatief maken van de depositorente⁴. Bij een negatieve depositorente betalen commerciële banken een boete op (een gedeelte van) de reserves die bij de centrale bank worden gestald. Door deze reserves te belasten, wil de centrale bank de commerciële banken als het ware dwingen om het geld uit te lenen. Deze nieuwe kredietverstrekking moet de economie stimuleren. Naast het stimuleren van de kredietverlening is een negatieve depositorente een beproefd middel om de waarde van de valuta te drukken. Vooral de kleinere landen in Europa, zoals Zwitserland, Denemarken en Zweden, maakten om deze reden de depositorente negatief. Met de negatieve depositorente werd kapitaalsinstroom ontmoedigd. Medio 2012, gedurende de eurocrisis, bracht Denemarken de depositorente onder het nulpunt om zo de opwaartse druk op de Deense kroon te remmen. Vanaf 2014 hebben diverse landen de depositorente onder nul gebracht (zie figuur 7 en figuur 8). In Zweden is de depositorente zelfs -1,25%. Voor de eurozone en Japan, grote economische blokken met een wereldwijde impact, is de waarde van de valuta officieel geen doelstelling bij de beslissing om over te gaan op negatieve depositorentes. Officieus lijkt echter iedereen te streven naar een lagere waarde van de eigen valuta. Dat is echter een zero-sum game.

FIGUUR 7 DEPOSITORENTES NEGATIEF VOOR DIVERSE LANDEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



¹ Bron: BIS, *The movie plays on: A lens for viewing the global economy*, February 2016

² In de eurozone is dit de herfinancieringsrente (*main refinancing rate*). Dit is het renteniveau waartegen banken bij de ECB geld kunnen lenen.

³ In 2008 begon de Amerikaanse centrale bank met de zogenaamde Quantitative Easing (QE) programma's.

Later volgden ook de andere belangrijke centrale banken.

⁴ De depositorente is de rente die banken ontvangen wanneer ze overtollige reserves bij de centrale bank stallen.

Waar ligt de bodem?

Tot enkele jaren geleden werd aangenomen dat 0% een natuurlijke bodem was voor de rente. Bij een negatieve rente is contant geld namelijk een aantrekkelijk alternatief. Dit is echter problematisch voor grote bedragen en het gebruik van contant geld wordt steeds meer ontmoedigd. Daarnaast speelt financial repression een rol. Banken, pensioenfondsen en verzekeraars worden door regelgeving gedwongen staatsobligaties te kopen ongeacht de renteniveaus. De negatieve effectieve rente op staatsobligaties helpt ook om de rentelasten van de overheid naar een houdbaar niveau te brengen. Uit een recente analyse van JPMorgan⁵ bleek dat de renteniveaus die centrale banken hanteren nog veel lager kunnen zonder dat dit direct tot financiële instabiliteit leidt. Voor de eurozone becijferde JPMorgan dat de depositorente theoretisch kan dalen tot -4,5%. Ondanks dat de analyse omgeven is met aannames en onzekerheden, blijkt hieruit dat de rentes in de eurozone de bodem waarschijnlijk nog niet hebben bereikt.

FIGUUR 8 BELEIDSWIJZIGINGEN EN ACHTERGROND

Bron: Achmea IM

Land / Regio	Beleidswijzigingen	Reden voor beleidswijziging
Eurozone	In juni 2014 is de depositorente verlaagd van 0% naar -0,1%, in september 2014 naar -0,2% en in december 2015 naar -0,3%.	Zwakke vooruitzichten voor zowel economische groei als inflatie.
Zwitserland	In december 2014 is de depositorente verlaagd van 0% naar -0,25%, in januari werd deze nog 0,5%-punt lager gezet op -0,75%.	Ontmoedigen van de instroom van kapitaal naar de Zwitserse frank als veilige haven. In januari 2015 werd ook het plafond met de euro losgelaten.
Denemarken	In juli 2012 werd de depositorente voor het eerst negatief. Na diverse aanpassingen bedraagt deze nu -0,65%.	Ontmoedigen van de instroom van kapitaal om de opwaartse druk op de Deense kroon af te remmen.
Zweden	In juli 2014 werd de depositorente verlaagd van 0% naar -0,5%. In 2015 stapsgewijs verlaagd naar -1,1% en in februari 2016 verder naar -1,25%.	De inflatie ligt onder de doelstelling en beperking van de appreciatie van de Zweedse kroon.
Japan	In januari 2016 bracht ook de Bank of Japan de depositorente voor het eerst onder 0%, van +0,1% naar -0,1%.	De inflatie ligt onder de doelstelling, de economische groei valt tegen en het tegengaan van de recente ongewenste appreciatie van de Japanse yen.

Stimuleren van groei en inflatie

Met de lage renteniveaus proberen centrale banken de economische groei te stimuleren en de inflatie aan te jagen. De lage rentes moeten leiden tot een hogere kredietverlening onder consumenten, bedrijven en overheden. De neerwaartse druk op de valuta door de negatieve depositorente stimuleert daarnaast de exportsector en wakkert de importinflatie aan. Hoewel het onconventionele ECB-beleid heeft geleid tot het bezwerven van de eurocrisis en het aanjagen van de economische groei en inflatie, staat het stimulerende effect van nog meer verruiming via lagere renteniveaus ter discussie. De schuld niveaus zijn zo hoog dat vraagtekens gezet kunnen worden of het transmissiemechanisme, meer kredietverlening bij nog lagere renteniveaus, nog wel werkt. Temeer omdat negatieve rentes de winstgevendheid van het bankwezen aantasten waardoor deze eerder minder dan meer kredieten kunnen verlenen. De negatieve renteniveaus werken dan averechts.

Misallocatie van kapitaal

Daarnaast kleven er grote risico's aan het huidige rentebeleid van centrale banken. Een langdurige periode van extreem lage renteniveaus leidt tot veel ongewenste neveneffecten. De Bank voor Internationale Betalingen (BIS) is nog het meest uitgesproken in haar kritiek, maar de waarschuwingen worden veelal terzijde geschoven. Met het monetaire beleid manipuleert de centrale bank de prijs van kapitaal en verstoort daarmee de signaleringsfunctie in een vrijemarkteconomie. Wanneer dit voor langere tijd en op grote schaal plaatsvindt, resulteert dat in misallocatie van kapitaal. De investeringsbeslissingen van bedrijven worden verstoord. Niet-productieve investeringen worden door 'gratis geld' rendabel waardoor de langetermijn-productiviteitsgroei van de economie onder druk komt te staan. De lage rente stimuleert ook *financial engineering*, bijvoorbeeld door geld te lenen om hiermee op grote schaal eigen aandelen in te kopen. Daarnaast kunnen overheden goedkoper lenen dan ooit waardoor structurele hervormingen op een lager pitje komen te staan. De lage renteniveaus leiden tot hogere schuld niveaus bij overheden en consumenten, wat niet vreemd is als lenen vrijwel geen geld kost. De wereldwijde schuld niveaus zijn dan ook toegenomen sinds de kredietcrisis. De hoge schuld niveaus verhogen daarnaast de instabiliteit van het financiële systeem. Temeer omdat de lage renteniveaus beleggers aanzet tot het nemen van meer risico waardoor de kans op financiële zeepbellen stijgt. In een normaal functionerende markteconomie is een negatieve reële rente voor langere termijn niet houdbaar. Een negatieve nominale rente is zelfs een totaal onlogische situatie. Het is voor kapitaalverschaffers immers geen rationeel gedrag om geld toe te leggen op het verstrekken van kapitaal. Met negatieve depositorentes geven centrale bankiers echter het signaal af dat dit een 'normale' situatie is. Sterker nog, centrale banken proberen doelbewust zo ook de rentes voor langere looptijden te drukken.

Spaarders de dupe

Voor spaarders, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, zijn de lage en negatieve renteniveaus funest. Door het extreme monetair beleid vindt er een herverdeling van vermogen plaats van spaarders naar schuldenaars. De lage renteniveaus zijn gunstig voor overheden en huishoudens met schulden. De spaarders zijn echter de dupe van dit beleid; zij zien hun inkomen verschrompelen. Met negatieve rentes wordt het opbouwen van vermogen tegen een relatief laag risico onmogelijk gemaakt. Daarmee verdwijnt het verdienmodel van onder meer verzekeraars en pensioenfondsen. Zo zorgt de dalende rente ervoor dat de waarde van de verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars alsmat blijft oplopen met een verslechtering van de financiële positie tot gevolg. Dit leidt tot hogere premies of kortingen met negatieve gevolgen voor de economische groei en inflatie. Dit effect is juist het tegenovergestelde van wat centrale banken proberen te bereiken.

⁵ JPMorgan, *Negative policy rates: the bound is lower than you think*, February 2016

Sparen wordt ontmoedigd en dit ondermijnt het huidige pensioensysteem

ECB gaat toch door met renteverlagingen

Ondanks al deze schadelijke neveneffecten verwachten wij dat de ECB de depositorente verder zal verlagen. Momenteel bedraagt de depositorente -0,3% en we verwachten dat de ECB deze verlaagt naar -0,4% op 10 maart. Mogelijk past de ECB ook het opkoopprogramma aan. Hoe verder de ECB de rente verlaagt, des te lastiger het normalisatiepad in de toekomst wordt. Economieën en financiële markten raken namelijk verslaafd aan langdurige periodes van lage rentes. Zeker in combinatie met de hoge en stijgende schuldniveaus, wordt de ECB een gevangene van haar eigen beleid. Dit is ook zichtbaar in de Verenigde Staten waar de centrale bank na één renteverhoging waarschijnlijk al een pas op de plaats moet maken. Daarnaast ondermijnt het extreme monetaire beleid het vertrouwen in centrale banken. Ook ontbreekt beleidscoördinatie tussen centrale banken wereldwijd met een potentiële valutaoorlog tot gevolg. Toch gaan er steeds meer stemmen op voor nog onconventioneler monetair beleid.

Helicopter money

Een voorbeeld hiervan is het zogenaamde helicopter money. Hiermee wordt geldcreatie op grote schaal bedoeld waarbij overheden en centrale banken samenwerken. De centrale bank financiert dan direct een lastenverlichting, extra overheidsbestedingen of maakt geld rechtstreeks over aan de burger om zo de reële economie een directe impuls te geven. Het verschil tussen helicopter money en kwantitatieve verruiming zoals die nu plaatsvindt, is dat bij helicopter money de reële economie direct gestimuleerd wordt zonder tussenkomst van het financieel systeem. Daarnaast blijven de aangekochte obligaties voor altijd op de balans van de centrale

bank staan. Dit leidt dus tot een permanente verruiming van de geldhoeveelheid. Daarmee wijkt helicopter money af van het huidige opkoopprogramma waar staatsobligaties op een gegeven moment aflopen en de overheid het geld uiteindelijk terugbetaalt. Het voordeel van helicopter money is dat het geld direct in de reële economie terecht komt en dat het niet leidt tot hogere schuldniveaus. Het is echter niet waarschijnlijk dat overheden en centrale banken al op korte termijn op helicopter money overgaan. In de eurozone ontbreekt het aan één centrale financiële autoriteit die geld van de centrale bank leent en officieel is deze vorm van monetaire financiering verboden volgens het Verdrag van Maastricht. Daarnaast is een dergelijk monetair experiment niet zonder risico's. Ook komt de onafhankelijkheid van de centrale banken op het spel te staan. Zeker in de eurozone zal het de Duitse steun aan de monetaire unie onder druk zetten. Helicopter money is onontgonnen gebied waarvan de gevolgen erg onduidelijk zijn. Autoriteiten zijn daarom huiverig om dit middel in te zetten.

Conclusie

Het monetaire beleid is de afgelopen jaren te zwaar belast. Het is door de centrale banken als een 'wondermiddel' ingezet om de economie vlot te trekken, de inflatie aan te wakkeren en landen in financiële problemen uit de brand te helpen. Beleidsrentes werden verlaagd tot historisch lage niveaus en via opkoopprogramma's werden ook de kapitaalmarktrentes gedrukt. De grondgedachte achter dit beleid, dat lage renteniveaus de economische groei stimuleren en de inflatie aanwakkeren, staat steeds meer ter discussie terwijl de schadelijke neveneffecten groot zijn. Het groeipotentieel van de economie wordt aangetast, schuldniveaus lopen verder op, de bankensector staat onder druk en spaarders worden geofferd om schuldenaars tegemoet te komen. Ondanks de schadelijke neveneffecten verwachten we dat centrale banken, met name de ECB, door zullen gaan met dit beleid. Gezien de beperkte effectiviteit van lagere renteniveaus verwachten wij dat in de toekomst nog onconventioneler beleid in stelling gebracht wordt. Voor spaarders blijft dit een moeizame situatie. Veilige beleggingen met een positief rendement bestaan niet meer.

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld in maart 2016. Meer Weten? Neem dan contact op met uw fondsmanager of account-CIO.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings-)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (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. 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. Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist (KvK 18059537), beschikt over een vergunning als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht. Achmea Investment Management B.V. is ingeschreven in het register van de Stichting Autoriteit Financiële Markten onder nummer 15001209.