

UITGAVE 21

Investment Letter

Achmea Investment Management

achmea 

Maart 2017

Voorschokken eurozone

Beleggingsomgeving
Groei in
turbulente
omgeving

2

Marktonwikkelingen
Nervositeit
sluip in euro-
rentemarkt

4

Vooruitzichten
Kansen in
opkomende
landen

5

Special
EMD:
risico nemen
beloond

6

Groei in turbulente omgeving

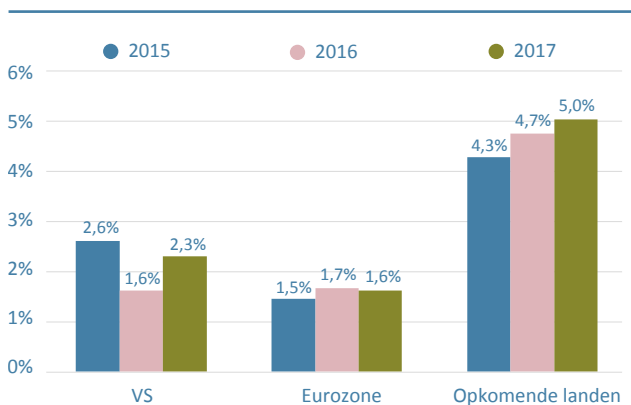
Ondanks al het politieke tumult verbetert de macroeconomische situatie. De opleving wordt breed gedragen. Zowel de ontwikkelde als de opkomende landen profiteren van het positieve economische momentum. Mede door de gestegen grondstofprijzen trekt de inflatie aan. Toch leidt de oplopende inflatie niet tot een snelle normalisatie van het monetaire beleid. De gunstige economische ontwikkelingen nemen niet weg dat Europa een kwetsbare regio blijft. Door de toenemende politieke onrust stijgen de risico-opslagen van landen in de eurozone.

Groeimomentum zet door

De economieën in de ontwikkelde landen bleken bestand tegen alle politieke gebeurtenissen in 2016. De langetermijnconsequenties van de aanstaande Brexit en het beleid van Trump zijn echter nog onduidelijk. Dit neemt niet weg dat de donkere economische scenario's die geschetst werden, voornamelijk niet bewaarheid zijn. De onderliggende economische trend is robuust en er was zelfs sprake van stijgende vertrouwenscijfers na de Amerikaanse presidentsverkiezing. Over heel 2016 gemeten kwam de economische groei uit op 1,6% en 1,7% in respectievelijk de Verenigde Staten en de eurozone (zie figuur 1). Deze groeicijfers zijn gematigd, maar in het licht van de recessieangst aan het begin van het jaar nog heel redelijk. Ook de economie van het Verenigd Koninkrijk doorstond het politieke tumult na het Brexit-referendum zonder al te veel problemen. De Britse economie groeide naar verwachting met 2% in 2016. Afgaande op de diverse leidende en vertrouwensindicatoren zet het gunstige momentum door in 2017 voor de diverse regio's. De verwachtingen zijn overwegend positief en de groei wordt breed gedragen, zowel geografisch als qua opbouw. In de eurozone laten nagenoeg alle landen economische groei zien en is de groei niet alleen exportgedreven. De binnenlandse consumptie trekt aan mede door de verbeteringen op de arbeidsmarkt.

FIGUUR 1 (VERWACHTE) ECONOMISCHE GROEI

Bron: IMF, Achmea IM



Herstel in opkomende landen

Ook de opkomende landen profiteren van de wereldwijde economische opleving. De economische groei in China is gestabiliseerd. De groei van de economie bedroeg 6,7% in 2016. Naar verwachting zwakt deze in 2017 licht af naar circa 6,5%. De leidende indicatoren aldaar duiden op economische expansie in zowel de industriële als dienstensector. Andere opkomende landen tonen herstel na een periode van recessie. Brazilië en Rusland hebben de weg omhoog weer gevonden. In Brazilië is de inflatie onder controle waardoor het monetaire beleid verruimd wordt. Hierdoor krijgt de economie weer wat lucht. Rusland profiteert vooral van de gestegen olieprijs. Per saldo verwacht het IMF dat de economische groei in de opkomende landen stijgt van 4,7% in 2016 naar 5,0% in 2017 (zie figuur 1). Dit neemt niet weg dat er grote onderlinge verschillen zijn. Daarnaast zijn Mexico, maar ook China, kwetsbaar voor eventuele protectionistische maatregelen van Trump.

Verenigd Koninkrijk gaat voor 'harde' Brexit

Het Verenigd Koninkrijk bereidt zich voor om uit de Europese Unie (EU) te stappen. Naar verwachting zal in maart 2017 de zogenaamde artikel 50-procedure in werking gezet worden. De Britse premier Theresa May heeft in een toespraak aangegeven voor een 'harde' Brexit te kiezen. Dit betekent dat het Verenigd Koninkrijk volledig los komt te staan van de EU en dus ook de Europese interne markt gaat verlaten. Het terugkrijgen van hun soevereiniteit en het kunnen controleren van immigratiestromen zijn belangrijke speerpunten voor de Britten. Het Verenigd Koninkrijk wil een nieuw *bold and ambitious* handelsverdrag en een positieve en constructieve verhouding met de rest van Europa. Gezien de reacties uit de EU kan dit nog een zware dobber worden. Een nieuw handelsverdrag met de EU zal door alle lidstaten unaniem geratificeerd moeten worden. Sommige EU-politici hebben aangegeven dat het Verenigd Koninkrijk 'gestraft' moet worden voor de Brexit. Het risico is aanzienlijk dat de relatie tussen de rest van Europa en het Verenigd Koninkrijk verslechtert en dat de hele Brexit-procedure een moeizaam en langdurig proces gaat worden. Eén die gepaard zal gaan met veel onzekerheid. Een vechtscheiding is uiteindelijk voor beide partijen nadelig. Daarnaast worstelen Europese politici met de nieuwe wind die uit de Verenigde Staten waait. De protectionistische retoriek van de Verenigde Staten onder leiding van de nieuwe president Trump wordt in de rest van de wereld met argusogen gevolgd.

Inflatie loopt op

De inflatie is de afgelopen maanden gestegen in zowel de Verenigde Staten als in de eurozone en China. Dit is vooral een gevolg van het zogenaamde basiseffect door de gestegen grondstofprijzen. De olieprijs is ten opzichte van een jaar geleden

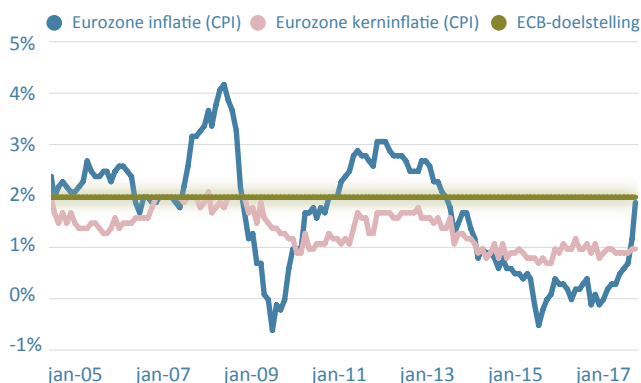
met meer dan 50% gestegen. Deze stijging vertaalt zich in oplopende inflatiecijfers. Wanneer de volatiele componenten energie en voedsel buiten beschouwing worden gelaten, valt de stijging van het algemene prijspeil mee. Deze zogenaamde kerninflatie is al maanden vrij stabiel en schommelt in de eurozone rond de 1% (zie figuur 2). Dit wordt onder meer veroorzaakt door de hardnekkige overcapaciteit die ondanks het economische herstel nog steeds niet is weggewerkt. De werkloosheid daalt, maar is nog steeds relatief hoog waardoor de loongroei per saldo beperkt blijft. In de Verenigde Staten bedraagt de kerninflatie circa 2%. De overcapaciteit in de Amerikaanse economie lijkt grotendeels verdwenen. Het werkloosheidspercentage is laag (onder de 5%) en de loongroei is robuust (boven de 2% en stijgend).

Monetair beleid vooralsnog ruim

Ondanks de oplopende inflatie blijft het monetaire beleid ruim. De Amerikaanse centrale bank (Fed) is zeer terughoudend met het normaliseren van het monetaire beleid. Macro-economisch gezien is een hogere beleidsrente passend. De Amerikaanse arbeidsmarkt zit tegen volledige werkgelegenheid aan en de inflatie schommelt rond de doelstelling van de Fed. Maar vanwege de onzekerheid omtrent het beleid van Trump en de angst om de economie te vroeg af te remmen, zal de beleidsrente in een gematigd tempo verhoogd worden. De Fed verwacht dit jaar circa drie stappen van 0,25%-punt te zetten. De volgende rentestap komt mogelijk al in maart. De Europese Centrale Bank (ECB) koopt ondertussen nog volop obligaties. In april zal het bedrag van het opkoopprogramma terugschroefd worden van €80 miljard naar €60 miljard per maand. Dit programma loopt ten minste nog tot eind 2017. Door de oplopende inflatiecijfers neemt de kritiek op dit beleid weer toe. Vooral vanuit Duitsland klinkt afkeuring. Een dergelijk ruim beleid past niet bij de huidige economische omstandigheden. Maar Duitsland wordt binnen de ECB overstemd door de zuidelijke landen.

FIGUUR 2 INFLATIE IN DE EUROZONE GESTEGEN

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Deze landen zijn afhankelijk van het ECB-beleid met bijbehorende lage renteniveaus. Zeker nu de laatste maanden de risico-opslagen van diverse landen in de eurozone weer oplopen ten opzichte van Duitsland (zie figuur 4 in *Markontwikkelingen*).

Ogen gericht op Frankrijk

De gestegen risico-opslagen worden veroorzaakt door de toenemende politieke risico's in de eurozone. Dit jaar zijn er verkiezingen in enkele grote eurolanden. In al deze landen hebben anti-establishmentpartijen aanzienlijke steun verworven. Vooral de ontwikkelingen in Frankrijk trekken de aandacht. De Fransen gaan in april en mei in twee rondes naar de stembus. Marine Le Pen van het rechtse *Front National* lijkt de eerste ronde van de verkiezingen te gaan winnen. De kans dat ze ook in de tweede ronde wint, wordt momenteel laag ingeschat ondanks de onzekerheid over de andere kandidaat. Maar gezien de volatiliteit en onbetrouwbaarheid van de peilingen, nemen de zorgen over Frankrijk toe. De risico-opslag ten opzichte van Duitsland is hierdoor opgelopen. Het opkoopprogramma van de ECB verkleint echter de kans op fors oplopende rentes, zoals in 2011 en 2012 tijdens de eurocrisis.

Drukke verkiezingskalender

Frankrijk is niet het enige land in de eurozone waar dit jaar verkiezingen worden gehouden. Op 15 maart zijn er in Nederland parlementsverkiezingen. Deze verkiezingen zijn geen direct risico voor de eurozone, maar leiden naar verwachting wel tot politieke versplintering. Dit komt de daadkracht niet ten goede. Later dit jaar zijn er ook nog verkiezingen in Duitsland en mogelijk vervroegde verkiezingen in Italië. Vooral in Italië neemt de steun voor anti-establishmentpartijen toe. De Italiaanse economie is de laatste jaren gestagneerd. Daardoor is de economie nog steeds niet teruggekeerd naar het niveau van voor de kredietcrisis. Ook andere thema's, zoals de Griekse schuldhervorming, blijven een rol spelen. Schuldverlichting voor Griekenland is een heikel punt. Zeker met de verkiezingen in onder andere Nederland en Duitsland voor de boeg. Kortom, ondanks de economische opleving blijft Europa kwetsbaar voor politieke risico's.

Nervositeit sluipt in eurorentemarkt

Aandelenmarkten trokken de positieve trend uit 2016 door. In de eerste twee maanden van het jaar stegen de aandelenkoersen in waarde, gevolgd door de risicovollere vastrentende categorieën. Staatsobligaties uit de eurozone begonnen daarentegen moeizaam aan 2017. Door de politieke onrust lopen risico-opslagen op. Het renteverskil tussen Duitsland en Frankrijk is gestegen tot het hoogste niveau in meer dan vier jaar.

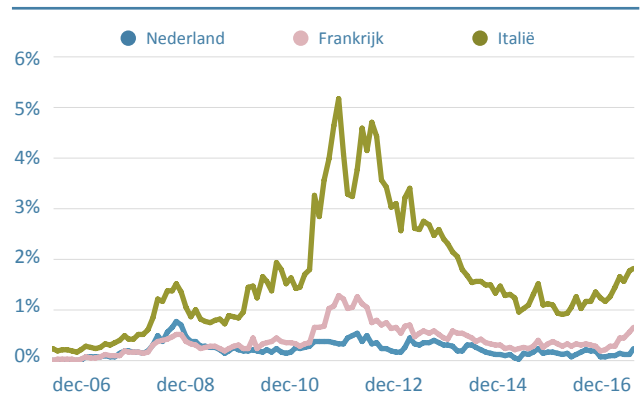
Staatsobligaties in de ban van politieke onrust

De risicovollere beleggingen kenden een positieve start van 2017 (zie figuur 3). De opwaartse beweging die ingezet werd na de Amerikaanse presidentsverkiezingen zette door. Aandelenmarkten gingen omhoog onder aanvoering van de Verenigde Staten en de opkomende markten. Gemiddeld genomen genereerden de wereldwijde aandelenmarkten een totaalrendement van ruim 4%. Ook de risicovollere vastrentende categorieën profiteerden van het positieve sentiment. Het totaalrendement op schuld papier uit opkomende landen in lokale valuta (EMD LC) bedroeg ruim 3% in euro's over de eerste twee maanden van het jaar. Zowel de bijdrage van de lokale obligatiemarkten als het valutarendement was positief. Staatsobligaties uit de eurozone kenden een wisselend begin van het jaar. Het totaalrendement op Duitse staatsobligaties was nagenoeg vlak. In januari steeg de Duitse 10-jaarsrente van 0,21% bijna 0,5%. In februari werd deze stijging weer teniet gedaan. In de meeste andere eurolanden was wel sprake van een stijging van de kapitaalmarktrente. Dit betekent dat over de hele linie de risico-opslagen ten opzichte van Duitsland uitliepen (gemeten als het verschil in 10-jaarsrentes). In figuur

4 staat dit weergegeven voor een drietal landen. Van zowel Nederland, Frankrijk als Italië steeg de risico-opslag. De Italiaanse risico-opslag steeg naar het hoogste niveau in drie jaar. Ook het verschil met de Franse 10-jaarsrente steeg naar een niveau dat voor het laatst tijdens de eurocrisis in 2012 werd bereikt. Ook de rente op Nederlandse staatsobligaties liep op ten opzichte van Duitsland. De stijging van de kredietopslagen heeft te maken met de toegenomen nervositeit over de verkiezingen in de diverse landen in 2017. Steeds vaker wordt getwijfeld aan de toekomst van de EU en de euro. De keuze van het Verenigd Koninkrijk voor een 'harde' Brexit is een teken aan de wand. Vooral snog probeert de ECB via het opkoopprogramma de rust op de financiële markten te bewaren, maar zonder politieke hervormingen is dit een lapmiddel. Ondanks de onrust in de eurozone hield de euro stand. Ten opzichte van de Amerikaanse dollar bewoog de Europese munt per saldo zijwaarts.

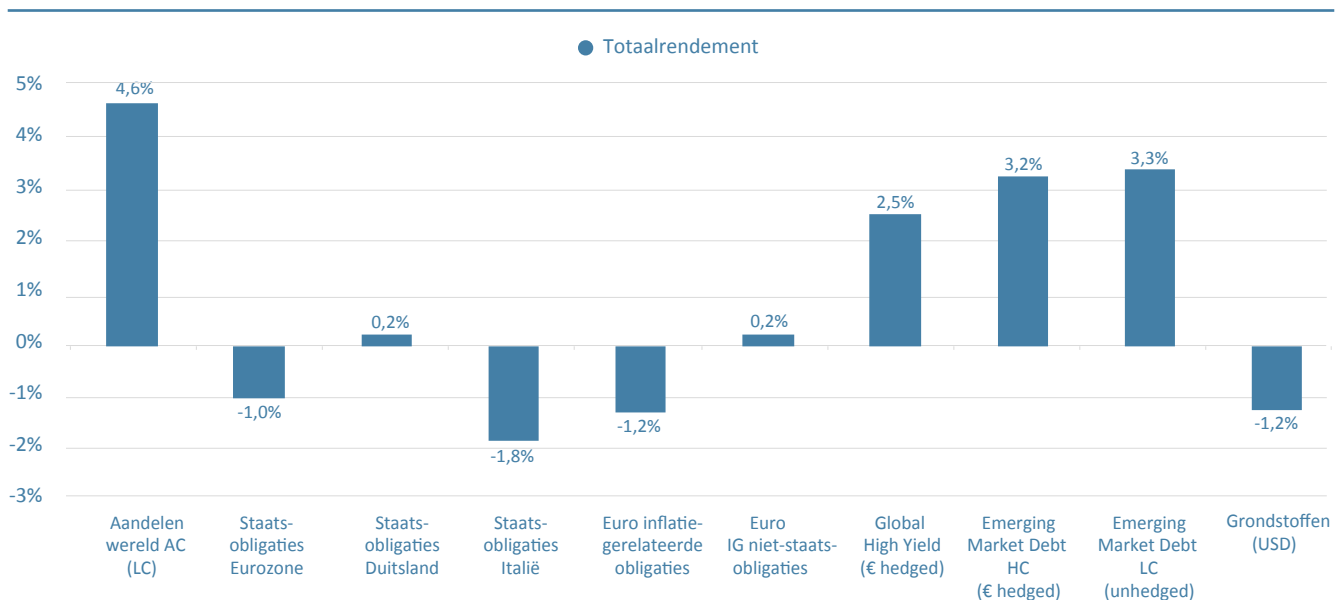
FIGUUR 4 RISICO-OPSLAGEN TEN OPZICHTE VAN DUITSLAND

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN T/M ULTIMO FEBRUARI 2017

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Kansen in opkomende landen

De eurozone blijft kwetsbaar voor schokken. De oplopende risico-opslagen zijn een teken aan de wand. Door de onvoorspelbaarheid van politieke gebeurtenissen is wereldwijde spreiding van de beleggingsportefeuille van cruciaal belang. Ook in de opkomende landen zijn er tal van risico's, maar deze zijn al grotendeels ingeprijsd. Daarom zijn beleggingen uit opkomende landen vanuit waarderingsperspectief voor de middellange termijn interessant.

Ogen gericht op de eurozone

Met diverse verkiezingen voor de boeg en de discussie over nieuwe schuldhierstructurering voor Griekenland, staat de eurozone weer in de schijnwerpers. Zoals in 2016 wel is gebleken, zijn de uitkomsten hiervan lastig te voorspellen. Dit neemt niet weg dat de risico's voor de eurozone toenemen. De huidige situatie in de euro-obligatiemarkt noemen wij "instabiel evenwicht". In dit scenario blijft de muntunie bij elkaar, maar worden er geen structurele aanpassingen doorgevoerd. Deze situatie kan lang voortduren, maar is uiteindelijk geen houdbare toestand. Op langere termijn zijn er echter maar twee opties: verdere Europese integratie of een break-up scenario. Beide opties liggen politiek gevoelig. Door deze onzekere binaire toekomst blijft de eurozone kwetsbaar voor schokken.

Opkomende landen aantrekkelijk

Effectieve spreiding is het beste antwoord om met de huidige onzekerheid om te gaan. Dit betreft spreiding over risicofactoren en risicocategorieën, maar ook over regio's. Naast de diversificatievoordelen van wereldwijde spreiding, zijn vooral beleggingen uit de opkomende landen relatief aantrekkelijk gewaardeerd (zie ook: *EMD: risico nemen beloond*). Door de hogere relatieve renteniveaus, gemiddeld genomen lage valutawaarderingen en een goedkope aandelenmarkt, zijn de verwachte rendementen voor beleggingen uit die contreien hoger dan van de ontwikkelde evenknieën.

Voldoende margin of safety

De hogere risicopremies in de opkomende landen zijn ook een reflectie van de hogere risico's in deze landen. De economische situatie in sommige landen, waaronder Turkije, is fragiel. Ook hangt het toekomstig beleid van Trump als een zwaard van Damocles boven enkele opkomende landen, zoals China en Mexico. Maar financiële markten prijzen deze risico's al (gedeeltelijk) in. In Mexico zijn de renteniveaus vorig jaar gestegen mede door het verkrappend beleid van de Mexicaanse centrale bank. Daarnaast is de Mexicaanse peso de afgelopen jaren fors gedaald, zeker ten opzichte van de Amerikaanse dollar. De afgelopen weken laat de peso herstel zien. Ook de aandelenmarkt van de opkomende landen oogt goedkoop op basis van diverse waarderingsmaatstaven. Dit betekent dat de *margin of safety*, de omvang van de verwachte vergoeding in verhouding tot het risico, hoog is. Daarom handhaven we de overweging van aandelen opkomende markten.

FIGUUR 5 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO FEBRUARI 2017)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Emerging Markets (\$)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	11,00%	Aantrekkelijk gewaardeerd, maar gevoelig voor Trump-beleid
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			6,75%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus ten opzichte van ontwikkelde markten
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			6,75%	Economisch herstel zet door, maar kwetsbaar voor politieke risico's
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			3,25%	Risico-opslag bevindt zich rond de historische mediaan
Aandelen Wereld (LC)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			4,50%	Gematigd verwacht rendement voor middellange termijn
Aandelen VS (\$)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Beneden gemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			1,75%	Risico-opslag is laag en bevindt zich ruim onder de historische mediaan
Aandelen Japan (¥)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			2,50%	Gedreven door Japans monetair beleid, structureel herstel ontbreekt
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			2,75%	Economisch momentum ondersteunt grondstofprijzen
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			0,75%	Lage renteniveaus en gevoelig voor politieke risico's
Investment Grade Credit	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			0,25%	Laag verwacht rendement, maar voorlopig ondersteuning door ECB-beleid
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Verwacht rendement op kasgeld laag door extreem ECB-beleid
Inflatiegerelateerde Obligaties	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			-0,50%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door negatieve reële rente
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■		-1%	-0,50%	Negatief verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging

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, tenzij anders aangegeven. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements als risicoschattingen.

EMD: risico nemen beloond

Opkomende landen zijn de laatste jaren vooral negatief in het nieuws geweest. Er waren macro-economische problemen zoals de excessieve kredietgroei in China en de diepe recessie in Brazilië. Maar ook (geo)politieke instabiliteit, zoals de coup in Turkije en de internationale sancties tegen Rusland, straalden negatief af op deze landen. Daarbij komt ook nog de kwetsbaarheid van landen, zoals Mexico, voor het protectionistische beleid van Trump. Dit betekent nog niet dat beleggingen uit opkomende landen per definitie slecht gerendeerd hebben. Sommige risico's zijn kenmerkend voor deze landen en hier staat een risicopremie tegenover. In deze special gaan we dieper in op schuldpapier uit opkomende landen, oftewel Emerging Market Debt (EMD). Wat zijn de kenmerken van deze beleggingscategorie en is EMD nog steeds een waardevolle bouwsteen voor de strategische beleggingsallocatie?

Opkomende landen

De definitie van opkomende landen is niet eenduidig. Meestal is het bruto binnenlands product (bbp) per hoofd van de bevolking leidend of een land ontwikkeld dan wel opkomend is. Rijke landen worden als ontwikkeld gezien en de armere landen als opkomend. De precieze grens is afhankelijk van de betreffende instantie, zoals het IMF of de benchmarkprovider. Een voorbeeld is Zuid-Korea. Aandelenbenchmark-provider MSCI plaatst Zuid-Korea onder de noemer *Emerging Markets* terwijl FTSE en JPMorgan dit land als ontwikkeld classificeren voor respectievelijk de aandelen- en EMD-benchmarks. Naast de ontwikkeling van het bbp spelen ook andere factoren een rol bij de classificatie, zoals de liquiditeit en toegankelijkheid van de financiële markten voor buitenlandse beleggers.

Wat is EMD?

Schuldpapier uit opkomende landen, ofwel *Emerging Market Debt* (EMD in de rest van deze *special*), is de verzamelnaam van schuldpapier dat uitgegeven wordt door overheden en bedrijven uit opkomende landen. In deze *special* richten we ons op staatsobligaties die uitgegeven worden door overheden¹. Binnen deze categorie zijn er twee varianten, afhankelijk van de valuta waarin het schuldpapier uitgegeven wordt. De eerste variant is die in harde valuta (*EMD hard currency, HC*). Dit betekent dat het betreffende land leent in Amerikaanse dollars². In het verleden konden opkomende landen alleen in dollars

lenen omdat buitenlandse beleggers het valutarisico niet wilden lopen en omdat de financiële infrastructuur in het opkomende land ontoereikend was. Voor de kleinere risicovollere landen geldt dit nog steeds. Dit betekent dat een divers palet aan landen in Amerikaanse dollars leent. Zowel grotere landen als Mexico als kleinere minder ontwikkelde landen zoals Ghana. De tweede variant is schuldpapier in lokale valuta (*EMD local currency, LC*). Dit betekent dat het opkomende land in haar eigen valuta schuld uitgeeft. Dit is alleen weggelegd voor de meer ontwikkelde opkomende markten die de binnenlandse financiële infrastructuur op orde hebben en een binnenlandse institutionele beleggersbasis (zoals pensioenfondsen) hebben. Opkomende landen die schuldpapier in lokale valuta uitgeven zijn onder andere Mexico, Indonesië en Rusland.

Verskil tussen EMD HC en EMD LC

Doordat EMD HC en EMD LC in verschillende valuta's noteren, verschilt de opbouw van het rendement. De opbouw van EMD HC is vergelijkbaar met een reguliere kredietobligatie. De Amerikaanse rentecurve wordt als risicovrij uitgangspunt gehanteerd. Afhankelijk van het land en de looptijd komt hier een risico-opslag bovenop. Hoe lager de kredietwaardigheid, hoe hoger de risico-opslag. De risico-opslag die bijvoorbeeld Angola (*credit rating B*) moet betalen is vele malen hoger dan de risico-opslag die Chili (*credit rating AA-*) moet betalen. Per saldo bepalen de Amerikaanse rente en de risico-opslagen van de diverse landen de totale *yield* (effectief rendement) van deze beleggingscategorie. Per ultimo 2016 zaten er 65 landen in de meest gebruikte EMD HC benchmark³. Al het papier noteert in Amerikaanse dollars waardoor er geen directe blootstelling is aan de opkomendelandenvaluta's. Dit is meteen het grote verschil met EMD LC waarbij dat wel het geval is. EMD LC bevat staatsobligaties in de lokale valuta's van de betreffende opkomende landen. Per ultimo 2016 zaten er 15 landen in de meest gebruikte EMD LC benchmark. Dit betekent dat de belegger in EMD LC direct valutarisico loopt naar 15 verschillende opkomendelandenvaluta's. Dit zijn onder andere Mexicaanse peso's, Braziliaanse reals en Russische roebels. De hoogte van de rente wordt in deze landen bepaald door lokale aangelegenheden, zoals economische groei, inflatie en monetair beleid. De totale *yield* voor EMD LC is een gewogen gemiddelde van de renteniveaus in de 15 verschillende landen. Het rendement op een belegging in EMD LC wordt dus bepaald door de lokale obligatiemarkt en de valutaverandering ten opzichte van de euro.

¹ Binnen EMD HC vallen ook staatsbedrijven die eigendom zijn van de overheid. De splitsing tussen staatsobligaties en bedrijfsobligaties kent dus een grijs gebied.

² Sommige opkomende landen lenen ook in euro's en dit wordt ook als hard currency aangemerkt. De markt in Amerikaanse dollars is echter veel groter en daarom stellen we hier gemakshalve EMD HC gelijk aan Amerikaanse dollars.

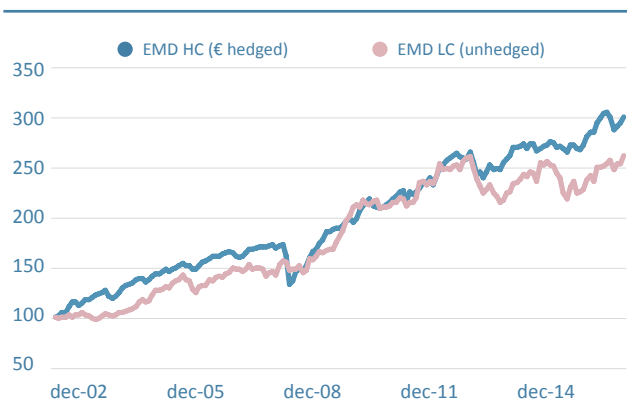
³ Voor EMD HC hanteren we de JPMorgan EMBI Global Diversified (€ hedged) benchmark en voor EMD LC de JPMorgan GBI Global Diversified benchmark (unhedged).

Historisch rendement en risico

Over de periode 2003-2016 heeft zowel EMD HC als EMD LC een aantrekkelijk rendement gegenereerd. In figuur 6 staan de totaalrendementsreeksen weergegeven. Per saldo is het totaalrendement voor EMD HC (8,0% per jaar) hoger geweest voor dan EMD LC (6,9% per jaar). Vooral in de periode 2013-2015 raakte EMD LC achterop bij de hardevaluvariant. In deze periode ging een aantal opkomende markten door een turbulente economische en politieke periode. Hierdoor daalde een aantal valuta's fors in waarde ten opzichte van de euro waardoor het totaalrendement gedrukt werd. Per saldo is de volatiliteit van EMD HC (8,6% op jaarbasis) wat lager geweest dan van EMD LC (9,2% op jaarbasis). Het maximale piek-dal-verlies is wel lager voor EMD LC (17,8% versus 23,5% voor EMD HC). EMD HC ging fors onderuit tijdens de kredietcrisis in 2008 terwijl EMD LC deze periode redelijk ongeschonden doorkwam.

FIGUUR 6 TOTAALRENDEMENT EMD HC EN EMD LC

Bron: Bloomberg, Achmea IM

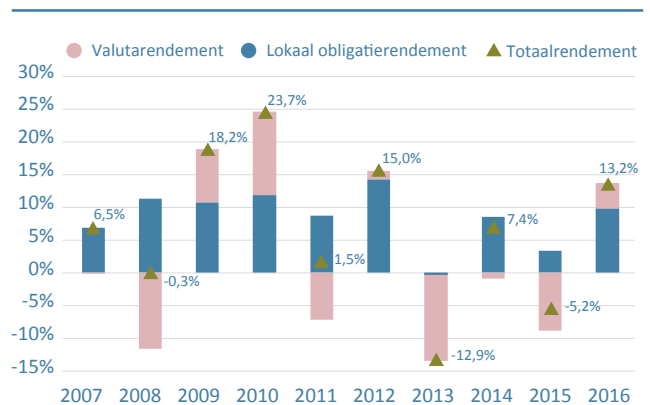


Opbouw van het totaalrendement

In 2016 hebben beide EMD-categorieën een positief totaalrendement behaald. Het totaalrendement op EMD HC bedroeg 8,3% en op EMD LC 13,2%. Bij EMD HC zorgde de risico-opslag en de daling daarvan voor het positieve totaalrendement. De bijdrage vanuit de risicovrije component was nihil vanwege de gestegen Amerikaanse kapitaalmarktrente. Bij EMD LC kwam het grootste deel van het totaalrendement voor rekening van de lokale obligatiemarkten. De hoge *yields* gecombineerd met een per saldo lichte daling van de rente zorgden voor meer dan 9% van het rendement. Het restant was het gevolg van de waardestijging van de valuta's ten opzichte van de euro. Er waren wel grote verschillen tussen de landen. Zo daalden in 2016 de Mexicaanse peso en de Turkse lira in waarde ten opzichte van de euro. De Braziliaanse real en de Russische roebel daarentegen lieten een forse stijging zien. Per saldo was de bijdrage vanuit valuta positief. In de periode 2013-2015 droegen de valuta's juist negatief bij aan het totaalrendement (zie figuur 7).

FIGUUR 7 OPBOUW TOTAALRENDEMENT EMD LC

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Plaats in de portefeuille

In het Achmea IM modelbeleid adviseren we 5% van de totale portefeuille aan EMD toe te wijzen⁴. Naast de aantrekkelijke risico-/rendementsverhouding zorgen de EMD-beleggingen ook voor diversificatie op totaalportefeuilleniveau. Over het algemeen zijn EMD-beleggingen laag gecorreleerd met andere beleggingscategorieën. Ook onderling is er sprake van een beperkte positieve correlatie. Dit komt door het verschil in opbouw van het rendement en de verschillende samenstelling van de benchmarks. Gemiddeld genomen is EMD LC lager gecorreleerd met de andere beleggingscategorieën dan EMD HC. Dit komt vooral door de valutadiversificatie binnen EMD LC.

Risico's

Beleggen in opkomende landen brengt risico's met zich mee. Zo zijn opkomende landen gevoelig voor ontwikkelingen in de wereldeconomie. Veel landen zijn bijvoorbeeld afhankelijkheid van de economische groei in China en het verloop van het monetaire beleid in de Verenigde Staten. Opkomende landen zijn tevens kwetsbaar voor (geo)politieke risico's. Een recent voorbeeld is de militaire coup in Turkije vorig jaar. Vaak zijn de economieën ook sterk afhankelijk van één sector. Dit geldt bijvoorbeeld voor Rusland met de dominantie van de energiesector. Daarnaast zijn opkomende landen gevoelig voor kapitaalvlucht en veranderingen in het beleggerssentiment. Ook verdienen lokale aangelegenheden, zoals liquiditeit, governance en specifieke regelgeving, extra aandacht. Op korte termijn zijn protectionistische maatregelen en een sneller dan verwachte normalisatie van het Fed-beleid, de belangrijkste risico's voor de opkomende landen.

⁴ In het strategisch Achmea IM raamwerk waarin beleggingscategorieën geordend worden, scharen we EMD-beleggingen onder de risicofactor Aandelen-/kredietrisico. Voor meer informatie over de indeling van het beleggingsuniversum zie: Achmea Investment Letter, *Unheimish*, juni 2016 en Achmea Investment Letter, *Onder druk*, september 2016

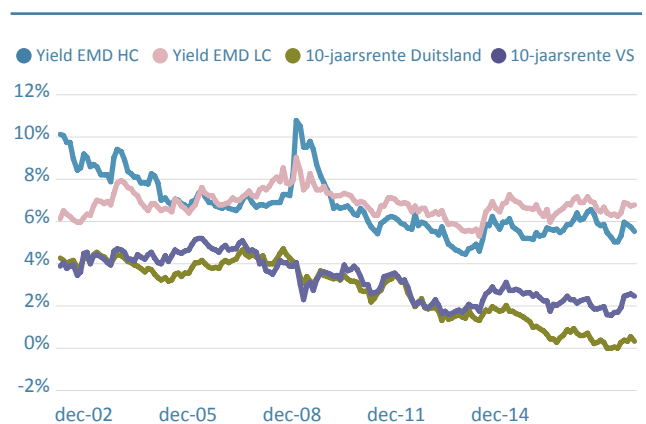
Verwachtingen

Gemiddeld genomen bevinden we ons in een laagrendementsomgeving. Uit de DAA-tabel (figuur 5) blijkt dat de verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën gematigd zijn. De belangrijkste oorzaak zijn de historisch lage renteniveaus die de verwachte rendementen voor nagenoeg alle beleggingscategorieën drukken. Tot op zekere hoogte geldt dit ook voor schuldpapier uit opkomende landen. Toch zijn beide EMD-categorieën relatief aantrekkelijk ten opzichte van de meeste andere beleggingscategorieën. Zowel EMD HC als EMD LC staan in de bovenste regionen van de DAA-tabel. Momenteel lijkt vooral EMD LC aantrekkelijk. Het effectieve renteniveau is hoog, zeker in vergelijking met de lage renteniveaus in de ontwikkelde markten. Ook ten opzichte van de eigen historie bevindt de *yield* zich op een gemiddeld niveau (zie figuur 8). Daarnaast zijn de meeste valuta's uit opkomende landen in historisch perspectief goedkoop. Dit komt vooral door de forse depreciatie van sommige van deze munten in de afgelopen jaren. Maar zelfs wanneer deze valuta's stabiel blijven en niet in waarde stijgen, leidt de fors hogere rente tot een aantrekkelijk rendement. De totale *yield* op EMD HC is ten opzichte van de eigen historie laag zoals uit figuur 8 blijkt. Dit komt niet door de risico-opslag want deze bevindt zich rond het langjarige gemiddelde. Vooral de lage Amerikaanse kapitaalmarktrente is hier de oorzaak van. Dit ondanks de stijging

van vorig jaar. Naar verwachting zal deze rente de komende jaren nog verder stijgen wat het rendement voor EMD HC enigszins onder druk zet. De Amerikaanse dollars worden afgedekt naar euro's. De valuta-afdekking drukt het verwachte rendement omdat het renteverskil tussen de Verenigde Staten en de eurozone oploopt. Dit neemt niet weg dat EMD HC ten opzichte van de andere beleggingscategorieën nog steeds interessant is. Al met al zijn de rendementsvooruitzichten voor beleggingen uit opkomende landen beter dan voor de ontwikkelde landen.

FIGUUR 8 EFFECTIEVE RENTENIVEAUS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld in maart 2017. 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.