

UITGAVE 22

Investment Letter

Achmea Investment Management



Juni 2017

Verrassend sterk

Beleggingsomgeving
Centrale banken aan zet

2

Marktontwikkelingen
Kalmte op de markten

4

Vooruitzichten
Gunstige omgeving voor aandelen

5

Special
Inflatie: een niet te negeren risico

6

Centrale banken aan zet

Nu de economische groei zich verrassend sterk toont en politieke risico's naar de achtergrond verdwijnen, verschuift de aandacht weer naar het centralebankbeleid.

De inflatiecijfers zijn stabiel en bieden ruimte voor de Amerikaanse centrale bank (Fed) om de beleidsrente stapsgewijs te verhogen. Medio juni verwachten we de volgende renteverhoging van 25 basispunten. Daarnaast start de discussie over het afbouwen van de balans. De ECB koopt nog in groten getale obligaties op, al is de omvang van het opkoopprogramma in het tweede kwartaal teruggeschoefd. We verwachten dat dit programma in 2018 geleidelijk afgebouwd zal worden. Van een renteverhoging is in de eurozone voorlopig nog geen sprake.

Politieke onrust ebt weg

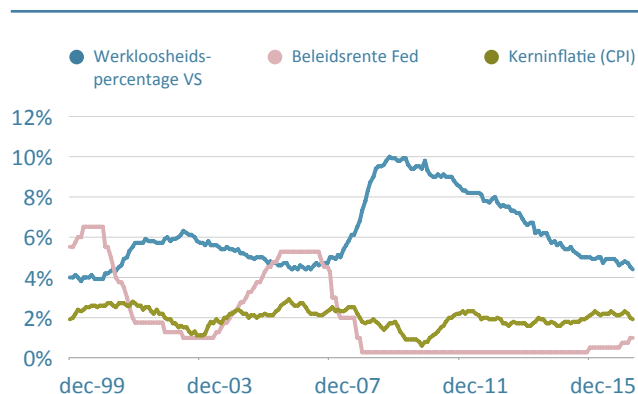
De wereldwijde economie ontwikkelt zich voorspoedig en de groeiprojecties voor 2017 worden verhoogd. De opleving wordt door meerdere landen en regio's gedragen. Dit geldt onder andere voor de eurozone. De economie van de eurozone groeide in het eerste kwartaal met 0,5% kwartaal-op-kwartaal (circa 2% op jaarbasis). Vertrouwensindicatoren, zoals de inkoopmanagers-indices, wijzen op aanhoudende groei voor de komende maanden. Dit geldt voor zowel de industrie als de dienstensector. Het herstel wordt ook steeds breder gedragen al blijven sommige landen, zoals Italië en Griekenland, achter. Positief is dat door de politieke perikelen de economieën niet ontspoorde. In Frankrijk won Emmanuel Macron de presidentsverkiezingen en niet Marine Le Pen. Financiële markten reageerden hier positief op. Door deze verkiezingsuitslag is de politieke onrust in de eurozone voorlopig weggeëbd. In het najaar zijn nog Bondsdagverkiezingen in Duitsland, maar de anti-establishment partijen vormen daar momenteel geen grote bedreiging voor de gevestigde partijen. Al met al is de directe dreiging van een verdere ontrafeling van de Europese Unie (EU) geweken. Dit neemt niet weg dat de situatie fragiel blijft. De ontevredenheid in veel westerse landen blijft groot en de gevestigde politieke partijen verliezen veel aanhang. Dit bleek ook in Frankrijk waar de gevestigde partijen al afvielen in de eerste ronde. Het grootste risico is Italië waar volgend jaar verkiezingen zijn. Daarnaast verwachten we dat de Brexit de komende jaren een belangrijke rol zal spelen. De Britten hebben in maart officieel Artikel 50 geactiveerd waarmee het Brexit-proces in gang wordt gezet. De EU en het Verenigd Koninkrijk moeten afspraken maken over de Britse uittreding. De eerste tekenen zijn niet hoopgevend. De EU zet hoog in en het proces lijkt niet zonder rancune te verlopen. Op 8 juni zijn vervroegde verkiezingen in het Verenigd Koninkrijk. Premier May hoopt hiermee haar mandaat te versterken en sterker te staan in de onderhandelingen met de EU.

Werkloosheid VS historisch laag

In de Verenigde Staten viel de groei in het eerste kwartaal terug, maar in het tweede kwartaal verwachten we herstel afgaande op de leidende indicatoren. Door de aanhoudend goede groeicijfers neemt de inflatoire druk toe. De Amerikaanse inflatie is de afgelopen jaren gestaag opgelopen, maar vormt nog geen gevaar voor het ruime monetaire beleid. De inflatie bedraagt circa 2%. De kerninflatie, de inflatie exclusief de volatiele voedsel- en energieprijzen, schommelt ook rond dit niveau en is vrij stabiel. De inflatiedruk zal waarschijnlijk aanhouden door de wereldwijde groeiversnelling en de krapte op de Amerikaanse arbeidsmarkt. Het werkloosheidspercentage is gedaald tot onder de 4,5% (zie figuur 1). Dit is lager dan het niveau dat als volledige werkgelegenheid bestempeld wordt (circa 4,9%). De krappe arbeidsmarkt heeft echter nog niet geleid tot forse loonstijgingen. Momenteel bedragen deze circa 2,5% op jaarbasis. Deze stijging is vooralsnog lager dan in voorgaande cyclische oplevingen. Al met al verwachten we dat de inflatiedruk aanhoudt, maar geen aanleiding is voor de Fed om het monetaire beleid sneller dan verwacht te normaliseren.

FIGUUR 1 MACROCIJFERS VS

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Renteverhoging in het verschiet

De stabiele inflatiecijfers en de gematigde inflatieverwachtingen waren voor de Fed redenen om terughoudend te zijn met het terugdraaien van de monetaire verruiming. In december 2015 is de Fed begonnen met het langzaam optrekken van de beleidsrente. Een jaar later volgde nog een rentestap en afgelopen maart verhoogde de Fed de beleidsrente voor de derde keer in deze cyclus. Op 14 juni gaat de beleidsrente naar verwachting nogmaals met 25 basispunten omhoog. In de tweede helft van 2017 verwacht de Fed nog een renteverhoging door te voeren. Normalisatie van het monetaire beleid blijft data-afhankelijk waarbij vooral gekeken wordt naar de arbeidsmarkt en inflatieverwachtingen. Naast het optrekken van de beleidsrente, overweegt de Fed het afbouwen van de balans. Met drie kwantitatieve verruimingsprogramma's in de periode 2009-2014 heeft de Fed voor circa \$4500 miljard

aan obligaties gekocht. Dit waren vooral staatsobligaties en obligaties met hypotheek als onderpand (*mortgage-backed securities*). Hiermee probeerde de Fed renteniveaus en risicopremies te verlagen om zo de kredietverlening en de inflatie (verwachtingen) aan te wakkeren. Nu wordt overwogen deze portefeuille in te krimpen. Het verkleinen van de centralebankbalans wordt gezien als het equivalent van een renteverhoging. We verwachten dat de Fed een geleidelijke aanpak zal nastreven. Er zal gestopt worden met het herbeleggen van coupons en aflopende obligaties. Op deze manier vindt een voorspelbare en gematigde reductie plaats om een snelle en abrupte stijging van renteniveaus en risicopremies te voorkomen.

Overcapaciteit in de eurozone

De eurozone loopt, mede door de euroschuldencrisis, qua economische groei en inflatieontwikkeling enkele jaren achter op de Verenigde Staten. Waar in de Verenigde Staten de overcapaciteit in de economie grotendeels is weggewerkt, is dat in de eurozone nog lang niet het geval. De werkloosheid is een stuk hoger en de inflatie lager. Het werkloosheidspercentage in de eurozone bedraagt 9,3% per eind april. Dit is een stuk lager dan de piek van ruim 12% in 2013. Gemiddeld genomen gaat het in de hele eurozone beter, maar er zijn substantiële verschillen tussen de landen. Het werkloosheidspercentage in Duitsland is laag, terwijl in diverse perifere landen, waaronder Spanje en Italië, nog sprake is van een dubbelcijferig werkloosheidspercentage. Maar ook in Frankrijk ligt dit niveau rond de 10%. Dus in delen van de eurozone is de arbeidsmarkt sterk hersteld, terwijl in andere delen nog sprake is van overcapaciteit. Deze verschillen compliceren het beleid voor de ECB. Mede door deze overcapaciteit in de eurozone is de inflatedruk beperkt. De headline inflatie in de eurozone is het afgelopen jaar opgelopen naar bijna 2% jaar-op-jaar door de gestegen grondstofprijzen, terwijl de kerninflatie rond de 1% schommelde. Dit is onder de doelstelling van de ECB. Ook de inflatieverwachting in de eurozone ligt voor de komende jaren onder de ECB-doelstelling.

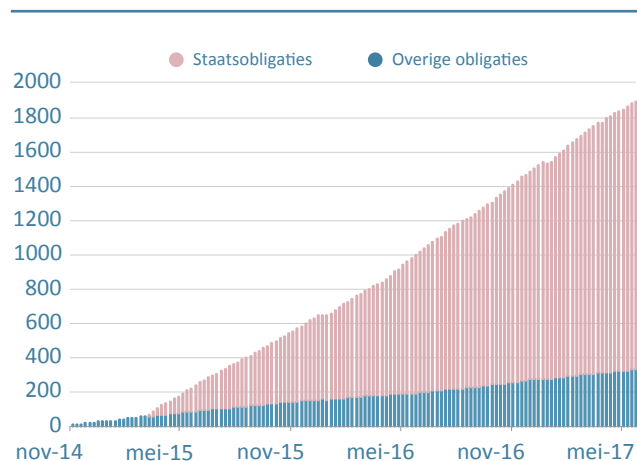
ECB-beleid dempt risico's

Vanwege deze gematigde inflatie (verwachtingen) drukt de ECB het monetaire gaspedaal nog steeds stevig in. Wel is sinds april de omvang van het opkoopprogramma met €20 miljard per maand teruggeschoefd. De ECB koopt nu voor €60 miljard per maand aan obligaties op. Ondertussen heeft de ECB al voor circa €1900 miljard aan obligaties gekocht sinds eind 2014 (zie figuur 2). Ruim 80% hiervan betreft staatsobligaties van de eurozonelanden. Het opkoopprogramma loopt nog minimaal tot eind 2017. De vraag is wat de ECB daarna gaat doen. Nu de economie aantrekt en de inflatie oploopt, verwachten we dat de ECB dit opkoopprogramma helemaal gaat afbouwen in 2018. Dit zal een stapsgewijs proces zijn. De ECB zal beleidswijzigingen voorzichtig proberen te brengen omdat in 2013 de hint van de Fed om het opkoopprogramma af te gaan bouwen tot een schok op obligatiemarkt leidde (het zogenaamde

taper tantrum). Een dergelijke schok wil de ECB voorkomen. De eurozone-economie, overheden en financiële markten zijn namelijk sterk afhankelijk van het huidige ECB-beleid. Dit beleid heeft geleid tot lagere leenkosten voor overheden, bedrijven en huishoudens in de eurozone. Vooral voor de kwetsbare perifere landen was en is dit van belang. Op deze manier is tijd gekocht voor de overheden van deze landen om hun financiën op orde te krijgen en hun economieën te hervormen. Maar niet ieder land heeft hier voldoende gebruik van gemaakt. Dit jaar is de risico-opslag van Italië opgelopen, terwijl de ECB nog volop staatsobligaties koopt. Dit geeft aan dat de vraag van andere marktpartijen naar deze staatsobligaties beperkt is en dat deze beleggingen kwetsbaar zijn wanneer de ECB het opkoopprogramma verder terugschroeft.

FIGUUR 2 OPKOOPPROGRAMMA ECB (MILJARD EURO)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Limieten opkoopprogramma in zicht

Ondanks het risico van oplopende renteniveaus verwachten we toch dat de ECB het opkoopprogramma in 2018 gaat afbouwen. Niet alleen vanwege het economische herstel en de toenemende kritiek uit onder andere Duitsland en Nederland, maar ook omdat de ruimte om nog meer staatsobligaties te kopen beperkt is. Het opkoopprogramma kent namelijk diverse restricties om te voorkomen dat het juridisch als een vorm van monetaire financiering gezien wordt en om marktverstoringen te beperken. Er mag bijvoorbeeld maximaal 33% van een obligatie-uitgifte opgekocht worden. Voor Nederland wordt dit maximum naar verwachting eind dit jaar bereikt. Ook voor Duitsland en Finland komen de limieten in zicht. In het verleden zijn diverse restricties wel al versoepeld, maar de (politieke) ruimte voor verdere oprekking van de regels is beperkt. Daarnaast ontstaan onbedoelde neveneffecten als gevolg van dit programma. Staatsobligaties voor onderpand worden schaars en de ECB verstoort de marktprijzen. Het afronden van het opkoopprogramma is een voorwaarde voor het verhogen van de beleidsrente. De ECB geeft aan dat zelfs wanneer het opkoopprogramma gestopt is, de beleidsrente langere tijd laag zal blijven.

Kalmte op de markten

Door de positieve macro-economische ontwikkelingen en het afnemen van het politieke risico is de volatiliteit op de financiële markten laag. Deze beleggingsomgeving is gunstig voor aandelen en kredietobligaties. Staatsobligaties staan dit jaar onder druk. Dit geldt zowel voor de kernlanden als de niet-kernlanden. Per saldo stegen de kapitaalmarktrentes in de eurozone maar beperkt vanwege het opkoopprogramma van de ECB.

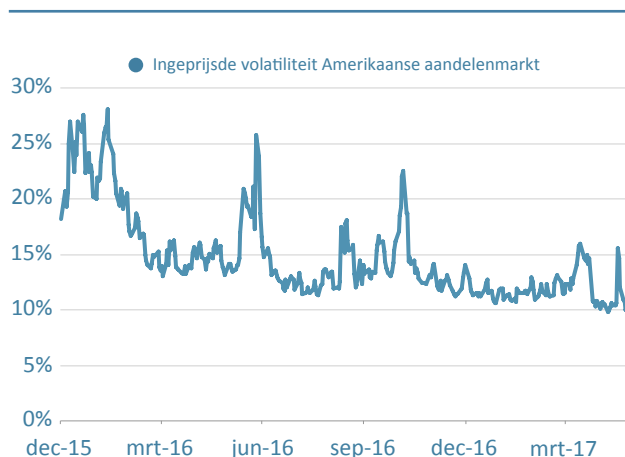
Onverstoorbaar

Ondanks de politieke perikelen is de volatiliteit op de financiële markten historisch laag. De ingeprijsde volatiliteit voor de Amerikaanse aandelenmarkt dook in mei onder de 10% (zie figuur 4). De laatste keer dat een dergelijk niveau bereikt werd, was 2007. De dagelijkse schommelingen zijn gemiddeld genomen beperkt. Per saldo kabbelen de aandelenmarkten rustig omhoog, ondersteund door een wereldwijd winstherstel. In de eerste vijf maanden van 2017 noteerde de wereldwijde aandelenmarkt een plus van bijna 9% in lokale valuta (zie figuur 3). Aandelen uit opkomende landen lieten een hoger rendement zien dan aandelen uit de ontwikkelde markten. In het kielzog van aandelen presteerden de risicovollere vastrentende waarden goed. Zowel high yield als schuld papier uit opkomende markten behaalden een totaalrendement van enkele procenten. Door de gunstige macro-economische omgeving dalen de risico-opslagen van deze categorieën. Ook de risico-opslag op investment grade credits daalde gedurende 2017. Maar door de oplopende risicovrije rente was het totaalrendement voor deze categorie maar licht positief. Staatsobligaties uit de eurozone stonden over de hele linie onder druk. Het totaalrendement over de eerste vijf maanden van het jaar was negatief voor zowel de kernlanden als de niet-kernlanden. Door de positieve macro-economische omgeving, de oplopende inflatie en het wegebben van de politieke onrust, steeg de Duitse

10-jaarsrente naar 0,30%. Eind 2016 bedroeg dit renteniveau nog 0,21%. Door de opkoopwoede van de ECB blijft de kapitaalmarktrente vooralsnog laag. Door de overwinning van Macron bij de presidentsverkiezingen, daalde de opgelopen risico-opslag op Franse staatsobligaties weer. Momenteel ligt deze op het niveau van begin dit jaar. De Italiaanse risico-opslag is per saldo wel gestegen. Het totaalrendement op grondstoffen staat onder druk in 2017. Dit komt vooral door de gedaalde olieprijs. Ondanks de productiebeperking van de OPEC en de voorgenomen verlenging van dit akkoord, blijven de olievoorraden hoog. De prijs voor een vat Brent olie zakte naar circa \$50. De andere grondstoffen daarentegen lieten hogere rendementen zien. De euro herstelde ten opzichte van de Amerikaanse dollar door de afnemende politieke risico's en de perikelen rondom de Amerikaanse president Trump. In mei steeg de euro naar het hoogste niveau van het jaar. Ook ten opzichte van de andere grote valuta's won de euro terrein.

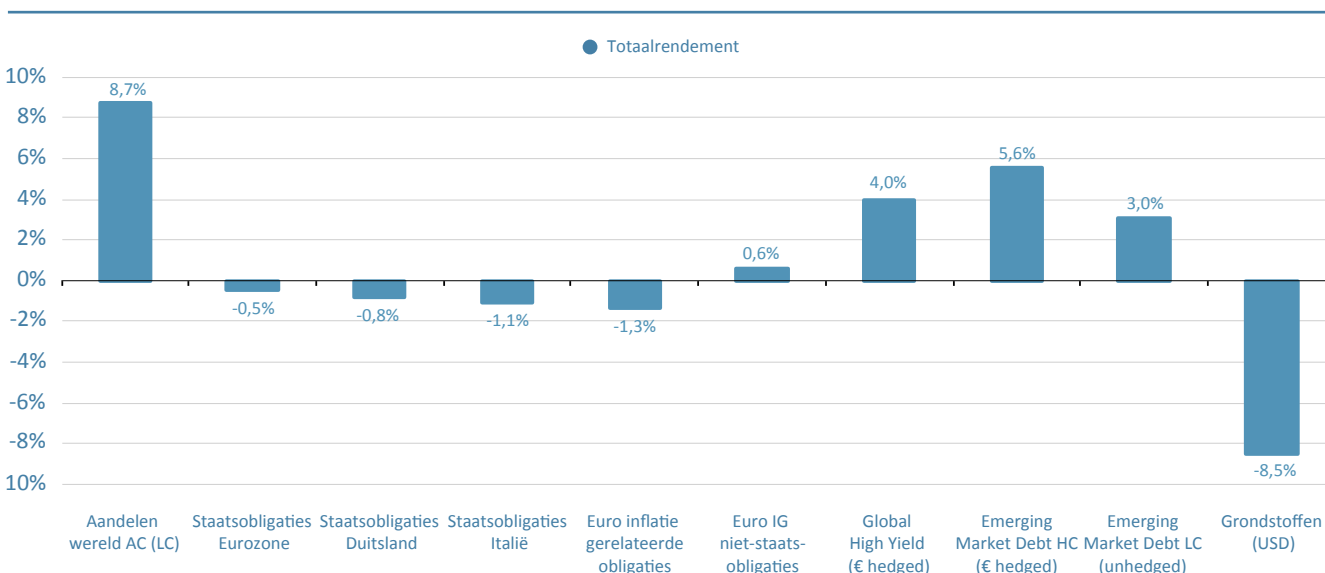
FIGUUR 4 INGEPRIJDE VOLATILITEIT AANDELENMARKT

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN T/M ULTIMO MEI 2017

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Gunstige omgeving voor aandelen

De huidige macro-economische opleving drijft de bedrijfs-winsten op. Hierdoor ontstaat een gunstig beleggingsklimaat voor aandelenmarkten. Dit neemt niet weg dat de waardering van de aandelenmarkt gemiddeld genomen is opgelopen. De rendementsverwachtingen voor de middellange termijn blijven daarom gematigd. Maar relatief ten opzichte van euro-staatsobligaties genieten aandelen nog steeds de voorkeur. We verwachten dat staatsobligaties op termijn verder onder druk komen te staan wanneer de ECB haar opkoopprogramma aanpast.

Winstherstel in opkomende landen

Binnen het DAA-beleid adviseren we al langere tijd een overweging van aandelen opkomende markten ten koste van euro-staatsobligaties (zie figuur 5). De aantrekkelijke waardering van deze aandelenregio is de belangrijkste reden hiervoor. Positief is dat nu ook de winstgroei aantrekt. Sinds 2011 stond de winst per aandeel in deze regio onder druk. De gedaalde grondstofprijzen en de economische neergang in een aantal landen, waren hier de oorzaak van. De afgelopen maanden is de winst per aandeel gestegen en de verwachte winstgroei bedraagt nu circa 25% voor de komende 12 maanden. Er zijn meerdere oorzaken voor dit sterke winstherstel. Zo herstelden de grondstofprijzen en gaan veel (opkomende) landen door een cyclische opleving. We verwachten dat deze gunstige omgeving voorlopig aanhoudt en handhaven daarom de overweging.

Gunstige aandelenomgeving

Ook in Europa herstellen de bedrijfswinsten na jarenlang onder druk gestaan te hebben. Het economische herstel is ook in deze regio

de belangrijkste drijfveer hierachter. Vooral voor banken en energiebedrijven wordt een sterke winstgroei verwacht dit jaar. In de Verenigde Staten en Japan hebben bedrijven de afgelopen jaren al een sterke winstontwikkeling laten zien. Naar verwachting blijven deze winsten op het huidige hoge niveau liggen. Per saldo is de huidige beleggingsomgeving gunstig voor aandelen, ondanks de monetaire en politieke risico's. Wel is de waardering van de aandelenmarkten verder opgelopen. Dit geldt vooral voor de Amerikaanse aandelenmarkt. Hierdoor zijn de verwachte rendementen voor de middellange termijn gematigd. Vanwege de opgelopen waarderingen verhogen we de aandelenoverweging momenteel niet verder. Relatief ten opzichte van euro-staatsobligaties genieten aandelen echter nog steeds de voorkeur.

ECB-beleid belangrijk voor staatsobligaties

Ondanks het economische herstel, de oplopende inflatie en het gedaalde politieke risico blijft de Duitse kapitaalmarktrente historisch laag. De belangrijkste reden hiervoor is het ECB-beleid. Voorsnog handhaaft de ECB haar opkoopprogramma, maar we verwachten dat dit in 2018 verder afgebouwd wordt. Dan vervalt een belangrijke steunpilaar voor staatsobligaties. Dit geldt nog meer voor staatsobligaties van de niet-kernlanden. De ECB zal een geleidelijk afbouwproces nastreven om abrupte renteschokken te voorkomen. Per saldo verwachten we dat de renteniveaus hierdoor op korte termijn laag blijven en vervolgens in een gematigd tempo oplopen. Het verder afbouwen van de monetaire verruimingsmaatregelen van de ECB kan wel de trigger zijn voor hogere renteniveaus. Dit betekent dat de rendementsverwachtingen voor euro-staatsobligaties op de middellange termijn zeer beperkt zijn.

FIGUUR 5 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO MEI 2017)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Emerging Markets (\$)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	9,50%	Aantrekkelijk gewaardeerd en economische opleving zichtbaar
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			6,25%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus ten opzichte van ontwikkelde markten
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			6,00%	Economisch herstel draagt bij aan sterke verwachte winstgroei
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			2,75%	Risico-opslag bevindt zich rond de historische mediaan
Aandelen Wereld (LC)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			4,00%	Gematigd verwacht rendement voor middellange termijn
Aandelen VS (\$)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			3,50%	Beneden gemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			1,75%	Risico-opslag is laag, maar default rate is momenteel ook beperkt
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			3,75%	Olieprijs blijft onder druk staan ondanks de productiebeperkingen
Aandelen Japan (¥)	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			2,50%	Gevoelig voor Japans monetair beleid, structureel herstel ontbreekt
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 zeer ruim ECB-beleid
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■		-1%	-0,25%	Negatief verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging
Inflatiegerelateerde Obligaties	■ ■ ■ ■ ■ ■ ■ ■			-0,50%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door negatieve reële rente

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 of afgedekt naar euro's tenzij anders vermeld. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

Inflatie: een niet te negeren risico

Het thema inflatie, de stijging van het algemeen prijspeil, is terug van weggeweest. Inflatie is een dominante macro-economische grootheid, die ook van grote invloed is op de financiële markten. Zo wordt het rendement van vrijwel alle beleggingscategorieën beïnvloed door de inflatieontwikkelingen. Onder meer veranderingen in de rente, winsten en huurinkomsten worden beïnvloed door de inflatie. Daarnaast holt inflatie de koopkracht van inkomens en vermogens uit, zeker over een langere horizon. Daarom is inflatie voor langetermijnbeleggers een belangrijke risicofactor voor een beleggingsportefeuille. Maar het verhogen van de inflatiegevoeligheid is nog niet zo eenvoudig.

Inflatie terug van weggeweest

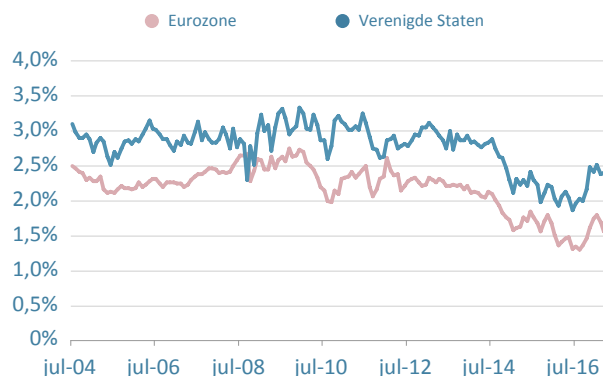
De financiële crisis en de diepe wereldwijde recessie gingen gepaard met een scherpe daling in de inflatie. Inflatieangst maakte plaats voor angst voor deflatie, een duurzame daling van het algemeen prijspeil. Ondanks een zeer ruim monetair beleid en de opleving van de wereldeconomie, bleef ook in de jaren daarna de inflatie hardnekkig laag. Een kentering is echter zichtbaar. In de loop van 2016 begon de inflatoire druk wereldwijd weer wat op te lopen. In eerste instantie vooral door een herstel van de grondstofprijzen, maar geleidelijk spreidden de prijsstijgingen zich uit naar andere sectoren. Binnen de ontwikkelde landen loopt de Verenigde Staten voorop in deze ontwikkeling. Zoals we eerder in deze Investment Letter zagen, schommelt de inflatie daar inmiddels rond de doelstelling van de centrale bank. Nu de eurozone-economie een krachtige groeiversnelling beleeft, loopt ook hier de inflatie voorzichtig op. Ook in China is sprake van toenemende inflatoire druk. Na een lange periode van prijsdalingen, stijgen de Chinese groothandelsprijzen inmiddels met 9% per jaar. China is hierdoor voor de rest van de wereld niet langer een bron van deflatie, maar eerder een bron van inflatie.

Inflatiebeeld past bij Reflatie

De ontwikkelingen sluiten aan bij ons economisch hoofdscenario Reflatie. In dit scenario keert de economische groei geleidelijk terug naar een bestendig groeipad en stijgt de (kern)inflatie naar de doelstelling van de centrale bank. Op de financiële markten komt het reflatiescenario slechts deels terug in de inflatieverwachtingen. Dit is zichtbaar in figuur 6. Uit de figuur blijkt dat de financiële markten een Amerikaanse consumentenprijsinflatie (CPI) inrijzen van iets boven de 2%. In de eurozone prijzen de inflatieswaps een inflatie in van circa 1,5%. Daarmee ligt deze inflatieverwachting nog onder de doelstelling van de ECB. Wanneer de economie zich volgens ons reflatiescenario ontwikkelt, gaat de inflatie dus boven verwachting uitkomen. Daarnaast betekent een succesvol reflatiescenario dat de kans groter wordt dat de inflatie doorstijgt tot boven de inflatiedoelstelling van de centrale bank. Daarmee wordt de inflatie weer een risicofactor om rekening mee te houden.

FIGUUR 6 INFLATIEVERWACHTINGEN (5-JAARS VERWACHTE INFLATIE OVER 5 JAAR UIT MARKT VOOR INFLATIESWAPS)

Bron: Bloomberg, Achmea IM

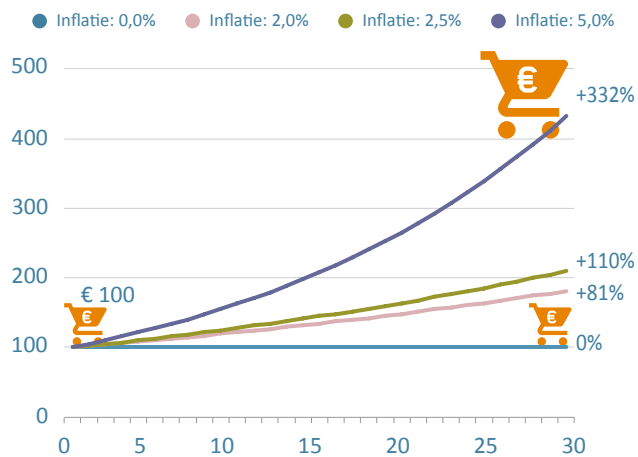


Inflatie holt koopkracht uit

Het gevaar van inflatie ligt vooral in de verwoestende uitwerking die inflatie op de koopkracht kan hebben. Inflatie komt er feitelijk op neer dat de waarde van geld in het economische verkeer door de tijd afneemt. Daarom wordt inflatie ook wel geldontwaarding genoemd. Voor dezelfde hoeveelheid euro's kunnen in de toekomst minder goederen en diensten worden gekocht. Doordat inflatie van jaar-op-jaar cumulatief doorwerkt zijn de koopkrachteffecten op lange termijn groot. Ook heeft een op het oog kleine stijging van de inflatie, op lange termijn toch een groot effect. Inflatie is wat dat betreft een echte sluipmoordenaar. De langetermijneffecten van inflatie illustreren we aan de hand van figuur 7. In deze figuur laten we de prijsstijging van een mandje goederen over een periode van 30 jaar zien bij verschillende niveaus van inflatie. Een inflatie van 2%, de gemiddelde inflatiedoelstelling voor de meeste centrale banken, houdt in dat de prijs van een mandje goederen na 30 jaar met ongeveer 81% is gestegen. Wanneer de gemiddelde inflatie geen 2% maar 2,5% bedraagt, stijgt de prijs van het mandje goederen in 30 jaar met ruim 110%. De 0,5% hogere inflatie resulteert na 30 jaar dus in een prijsstijging die bijna 30% hoger is en niet 15% (30 maal 0,5%) zoals velen op het eerste gezicht denken. Ook bij inflatie is sprake van het zogenaamde rente-op-rente effect. Dit houdt in dat er sprake is van een exponentiële groei. Dergelijke groei is vergelijkbaar met een sneeuwbaaleffect; een zichzelf versterkende beweging waardoor iets kleins na verloop van tijd steeds sneller steeds groter wordt. Naarmate de inflatie hoger is, wordt het cumulatieve effect van de inflatie op de prijsstijging op de lange termijn dus steeds groter. Zo resulteert een gemiddelde inflatie van 5% per jaar na 30 jaar in een prijsstijging van ruim 330%.

FIGUUR 7 EFFECTEN INFLATIE OP DE PRIJS VAN EEN MANDJE GOEDEREN

Bron: Achmea IM

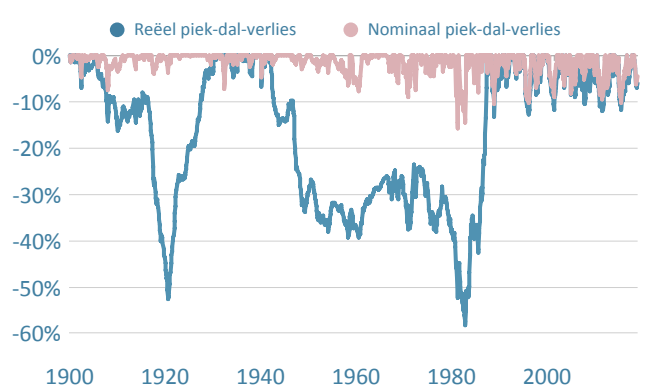


Onverwachte inflatie is risico

De grote langetermijneffecten van relatief lage inflatiepercentages op het gemiddelde prijsniveau, illustreren de noodzaak om het vermogen en inkomen te beschermen tegen inflatie. De nominale rente kan worden uitgesplitst naar de reële rente en de verwachte inflatie. De verwachte inflatie zit dus verwerkt in alle vastrentende beleggingen. Het risico op uitholling van het vermogen wordt vooral veroorzaakt door onverwachte inflatie. Wanneer de inflatie boven verwachting uitkomt, gaat dat ten koste van het reële rendement. Het zijn vooral de nominale obligaties die in dergelijke hooginflatiescenario's worden geraakt. Door hun vaste rentevergoeding zijn ze kwetsbaar voor verrassingen in de inflatie. Naarmate de looptijd van de obligatie stijgt, neemt hun kwetsbaarheid voor inflatie toe. In figuur 8 laten we dit zien voor een belegging in Amerikaanse 10-jaarsstaatsobligaties. In deze figuur wordt het nominale piek-dal-verlies afgezet tegen het reële (voor inflatie gecorrigeerd) piek-dal-verlies. Uit de figuur blijkt dat het maximale nominale verlies op staatsobligaties beperkt bleef. Zelfs tijdens de periode van forse rentestijgingen eind jaren 70 van de vorige eeuw, bleef het maximale verlies beperkt tot circa 16%. Wanneer het rendement echter gecorrigeerd wordt voor de inflatie, loopt dit maximale verlies op tot bijna 60%. Uit de figuur blijkt dan ook dat in de jaren 1945 tot en met 1980 het totaalrendement op Amerikaanse staatsobligaties structureel werd uitgehold door de inflatie. In de jaren 70 kwam dit vooral doordat de olopende inflatie jaar na jaar hoger uitkwam dan verwacht. In de jaren 40 en 50 speelde vooral de financiële repressie een rol. In de jaren na de Tweede Wereldoorlog werd de rente door de autoriteiten kunstmatig laag gehouden om zo de schuldenlast van de overheid terug te dringen. De inflatie lag hierdoor gemiddeld genomen boven de effectieve rente op staatsobligaties. Zo holt een hoger dan verwachte inflatie het vermogen van spaarders uit, terwijl het voor schuldenaars positief uitpakt.

FIGUUR 8 PIEK-DAL-VERLIES OP EEN BELEGGING IN AMERIKAANSE 10-JAARSSTAATSOBLIGATIES

Bron: Achmea IM, Bloomberg, Fed, Shiller



Oorzaken van inflatie

Er zijn veel bronnen van inflatie. Zo spreken we van bestedingsinflatie (*demand-pull* inflatie) wanneer een goede economische ontwikkeling zorgt voor overbesteding. We spreken van kosteninflatie (*cost-push* inflatie) wanneer de inflatie veroorzaakt wordt doordat de kosten voor het bedrijfsleven stijgen. Monetaire inflatie (*monetary inflation*) wordt veroorzaakt door een sterke stijging van de geldhoeveelheid. Dit kan het gevolg zijn van geldcreatie door de centrale bank en/of door een overmatige kredietverlening. Kosteninflatie en monetaire inflatie hoeven dus niet samen te vallen met hoogconjunctuur. Tot slot spelen ook de inflatieverwachtingen een belangrijke rol bij het verloop van de inflatie. Doordat mensen anticiperen op de verwachte inflatie, kan inflatie een zelf vervullende voorspelling worden. Dit zagen we bijvoorbeeld in de jaren 70. Daarom houden centrale banken de inflatieverwachtingen scherp in de gaten. Een sterke stijging (of daling) in de verwachte inflatie is moeilijk te bestrijden en is daarmee een bedreiging voor de prijsstabiliteit. Door de globalisering en integratie van de wereldwijde financiële markten is inflatie steeds meer een globaal fenomeen geworden. De relatie tussen de binnenlandse economische ontwikkelingen en de inflatie is daardoor afgezwakt. Het beleid van de centrale banken is er dus niet eenvoudiger op geworden.

Inflatie onderdeel van portefeuilleconstructie

Door de negatieve gevolgen op de koopkracht, is inflatie voor beleggers een belangrijke risicofactor. Om koopkracht te behouden, moet het vermogen groeien met de verdisconteringsvoet plus de gerealiseerde inflatie. Dit betekent dat het portefeuillerendement ook voor de onverwachte inflatie moet compenseren. Voor het rendement staat de gehele portefeuille opgesteld. In onze modelportefeuille zoeken we daarom expliciet blootstelling naar categorieën die de inflatiegevoeligheid helpen verhogen.

Door het toevoegen van diverse typen inflatiegevoelige beleggingscategorieën wordt de kwetsbaarheid van de portefeuille voor inflatie en inflatieschokken verminderd. Wij vangen deze beleggingen onder de risicofactor Inflatie.

Risicofactor Inflatie

De risicofactor Inflatie staat opgesteld om de inflatiegevoeligheid en robuustheid van de totale beleggingsportefeuille te vergroten. Het is dus geen afdekkingsstrategie voor het inflatierisico. Wij bouwen de risicofactor Inflatie op uit drie bestanddelen¹. Zo proberen wij blootstelling te krijgen naar verschillende soorten inflatie. Ten eerste zijn inflatiegerelateerde obligaties (ILB) onderdeel van de risicofactor Inflatie. Het rendement op dergelijke obligaties wordt bepaald door een reële couponrente en de gerealiseerde inflatie. ILB's doen het vooral goed in scenario's waarin de inflatie stijgt en de reële rente daalt. De tweede categorie, grondstoffen, bieden blootstelling naar een vorm van kosteninflatie. Tot slot maken de zogenaamde *real assets* onderdeel uit van deze risicofactor. Dat zijn beleggingen in tastbare goederen zoals vastgoed en infrastructuur. Kenmerkend voor deze beleggingen zijn de

inflatiegerelateerde kasstromen. Daarnaast bieden al deze beleggingen diversificatievoordelen ten opzichte van elkaar en ten opzichte van de andere beleggingen in de portefeuille. Dit verhoogt de stabiliteit van het portefeuillerendement.

Conclusie

Inflatie kan desastreuze gevolgen hebben voor de koopkracht van een vermogen. Daarom is inflatie een belangrijke risicofactor voor alle langetermijnbeleggers. Inflatie heeft echter vele oorzaken en kan zich manifesteren in vele vormen. Daarnaast verandert de inflatiedynamiek door de tijd. Zo is inflatie tegenwoordig vooral een globaal fenomeen. Om de kwetsbaarheid van de portefeuille voor inflatie te verminderen, moet de beleggingsportefeuille zodanig zijn opgebouwd dat er gevoeligheid naar inflatieschokken wordt gecreëerd. Daarom maken meerdere typen inflatiegevoelige beleggingen onderdeel uit van de beleggingsmix.

Colofon

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

¹ Voor meer informatie over de indeling van het beleggingsuniversum, zie: Achmea IM Investment Letter, *Unheimisch*, juni 2016