

UITGAVE 20

# Investment Letter

Achmea Investment Management

achmea 

November 2016

## Kiezers aan zet

Beleggingsomgeving  
Economische  
groei verrast

2

Marktontwikkelingen  
Staats-  
obligaties  
onder druk

4

Vooruitzichten  
Veel politieke  
onzekerheid

5

Special  
Kiezers en  
centrale  
banken aan  
zet

6

# Economische groei verrast

Het economische herstel in de ontwikkelde landen zet door, ondanks de toegenomen politieke onzekerheid na het Brexit-referendum en de recente winst van Trump bij de Amerikaanse verkiezingen. De gunstige werkgelegenheidsontwikkeling in zowel de Verenigde Staten als Europa ondersteunt de consumentenbestedingen. Ook de opkomende landen profiteren van dit herstel, in een aantal gevallen geholpen door de draai van de olieprijs sinds het eerste kwartaal. De gestegen olieprijs zorgt in de meeste regio's voor een oplopende inflatie, maar dit wordt eerder als een zegen gezien dan als een serieus probleem. Door de oplopende inflatie en inflatieverwachtingen zijn kapitaalmarktrentes de laatste maanden gestegen. Na de overwinning van Trump liepen de rentes verder op. De absolute niveaus zijn echter nog steeds laag.

## Donald Trump gekozen tot nieuwe Amerikaanse president

De verkiezingsoverwinning van Trump kwam voor velen onverwacht. De aandacht van Trump voor de negatieve gevolgen van globalisering, met name op de werkgelegenheid in diverse industriële sectoren en de teleurstellende koopkrachtontwikkeling van de midden- en onderklasse, heeft kiezers aangesproken. Daarnaast is de uitslag ook een resultante van de gegroeide aversie tegen de gevestigde orde, waarvan Clinton natuurlijk een schoolvoorbeeld is. Beide ontwikkelingen zijn niet alleen een Amerikaans fenomeen. De groei van anti-establishmentbewegingen zien we in veel westerse landen terug. De aandacht die deze partijen hebben voor het achterblijven van de midden- en onderklasse is echter iets waar de partijen die de afgelopen jaren aan de macht zijn geweest weinig oog voor hebben gehad. Een betere verdeling van de opbrengsten van de globalisering is een belangrijk onderwerp. De vraag is wel of meer protectionisme het verstandigste medicijn is. Lagere belastingen en meer overheidsinvesteringen zijn alternatieve middelen om de positie van de midden- en onderklasse te verbeteren. Beide zullen naar verwachting door Trump worden ingezet.

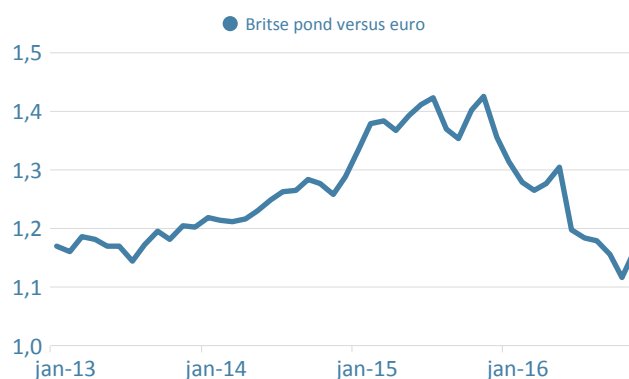
*Negatieve gevolgen globalisering dominant thema*

## Gevolgen Brexit-uitslag nog slechts beperkt zichtbaar

Na het Brexit-referendum volgde een korte periode van hoge volatiliteit op de financiële markten. Vooral nog lijkt de economische groei in het Verenigd Koninkrijk nauwelijks te zijn geraakt door het voornemen van de Britten om uit de Europese Unie (EU) te stappen. De eerste schatting van de economische groei in het derde kwartaal kwam uit op 2,3% op jaarbasis, zelfs hoger dan in het voorafgaande kwartaal. Ook het producentenvertrouwen, dat in juli direct na het referendum een forse tik omlaag kreeg, is de afgelopen maanden hersteld tot boven het niveau van voor het referendum. Dit zegt echter nog weinig over de impact op de langetermijnvooruitzichten voor het Verenigd Koninkrijk. Het IMF verlaagde in oktober nog de groeiverwachting van de Britse economie voor 2017 van 1,3% naar 1,1%. De Bank of England verhoogde daarentegen de groeiprognoze voor komend jaar van 0,8% naar 1,4%. De langetermijnimpact zal met name afhangen van de manier waarop de Brexit geëffectueerd zal worden. Daarnaast is het, na de uitspraak van het Britse gerechtshof dat het parlement moet instemmen met de start en inhoud van de onderhandelingen over uittreding uit de EU, nog niet eens 100% zeker of er echt een Brexit komt. Indien de EU en het Verenigd Koninkrijk erin slagen om op een 'goede' manier uit elkaar te gaan, dus onder meer met nieuwe handelsverdragen die in beider belang zullen zijn, zullen de gevolgen meevallen. Op korte termijn lijkt de verzwakking van het Britse pond (zie figuur 1), ondanks een lichte opleving na de uitspraak van het gerechtshof, de groei van met name de export een extra stimulans te geven. Dit is echter een tijdelijk effect. Op termijn kan het gedaalde pond de consumptieve bestedingen juist onder druk zetten, omdat geïmporteerde goederen duurder zijn geworden. Vooral nog blijft het vrij rustig vanuit het internationale bedrijfsleven dat bij een Brexit bedreigd had om nieuwe investeringen te verplaatsen van het Verenigd Koninkrijk naar elders.

**FIGUUR 1 BRITSE POND IS DUIDELIJK VERZWAKT**

Bron: Bloomberg, Achmea IM

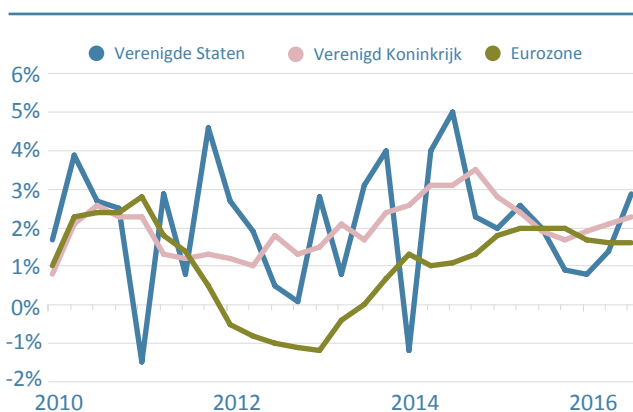


## Macro economische ontwikkelingen redelijk gunstig

Niet alleen in het Verenigd Koninkrijk verraste de groei in het derde kwartaal positief. In de Verenigde Staten kwam de groei uit op 2,9% op jaarbasis, het hoogste niveau in de laatste acht kwartalen. In de eurozone bleef de groei in het derde kwartaal (zie figuur 2) onveranderd 1,6% op jaarbasis. De groei in Frankrijk bleef licht achter bij de verwachtingen, met name consumenten-bestedingen vielen tegen. Spanje verraste juist positief dankzij sterke consumentenbestedingen en export. Het beeld kan deels verklaard worden door de werkgelegenheidssituatie. In Spanje is de werkloosheid al meer dan drie jaar aan het dalen en deze staat nu op het laagste niveau in zes jaar, terwijl de Franse werkloosheid vorig jaar nog haar piek bereikte. De economische vooruitzichten zijn, afgaande op de inkoopmanagersindices, overwegend positief. Voor de Verenigde Staten en de eurozone kwam deze index in oktober uit op het hoogste niveau in dit kalenderjaar, terwijl voor het Verenigd Koninkrijk de index weer boven het pre-Brexit niveau staat. Ook voor Japan, dat last heeft van de waardestijging van de yen, kwam deze index in oktober weer boven de kritieke grens van 50 en daarmee op het hoogste niveau sinds begin dit jaar.

**FIGUUR 2 ECONOMISCHE GROEI REDELIJK GUNSTIG (CIJFERS ZIJN OP JAARBASIS)**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



## OPEC zorgt tijdelijk voor oplopende olieprijsen

Eind september sloten de veertien leden van de OPEC onverwacht een akkoord over een verlaging van de olieproductie. Doel van de productieverlaging is een hogere olieprijs, aangezien de overheidstekorten in de meeste OPEC-landen fors zijn opgelopen. Er is nog veel onzekerheid over de mogelijke productieverlaging, aangezien pas eind november definitieve afspraken worden gemaakt over welke landen de lagere productie zullen realiseren. Eind september liep de olieprijs met circa \$5 per vat op tot boven de \$50 grens, maar door de onzekerheid of er een voldoende krachtig gesteund akkoord komt, is deze medio november weer teruggezakkt richting \$45 per vat.

## Oplopende inflatie meer een zegen dan een zorg

Het herstel van de olieprijs sinds het dieptepunt onder de \$30 aan het begin van dit jaar, zorgt ervoor dat de inflatie wereldwijd opwaartse druk ondervindt. Zo was in april in de eurozone nog sprake van deflatie van 0,2%; in oktober is de inflatie opgelopen tot 0,5%. Dat de inflatoire druk vooral uit de energieprijzen komt, wordt bevestigd door de ontwikkeling van de kerninflatie, die sinds april vrijwel ongewijzigd is. De kerninflatie is de inflatie zonder de meer volatiele voedsel- en energieprijzen. In de Verenigde Staten zien we een vergelijkbare ontwikkeling op een wat hoger niveau. De totale inflatie is daar in dezelfde periode gestegen van 1,1% naar 1,5%, de kerninflatie bleef vrijwel onveranderd. Voor de eurozone lijkt vooralsnog het deflatiegevaar te zijn afgewend. Voor de Verenigde Staten is het meer de vraag of dit voldoende is voor een nieuwe rentestap door de Amerikaanse centrale bank.

*Deflatiegevaar in eurozone weggeëbd*

# Staatsobligaties onder druk

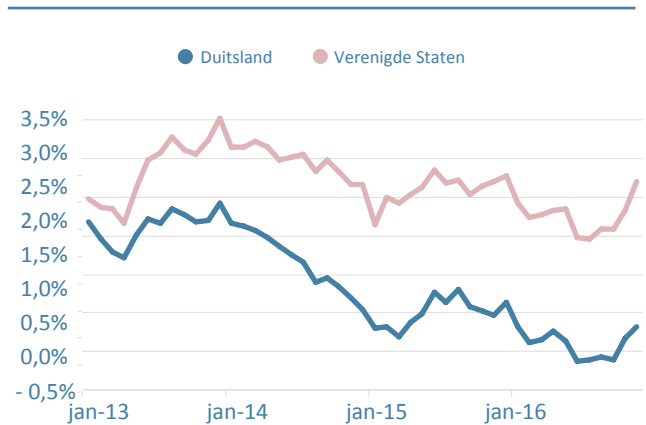
Als gevolg van de verbeterde macro-economische cijfers en oplopende inflatie(-verwachtingen) stegen de renteniveaus wereldwijd. Na de overwinning van Trump liepen de rentes verder op. In Duitsland kwam de kapitaalmarktrente weer boven de 0% uit. Ook in de rest van de eurozone liepen de renteniveaus op. Aandelenmarkten stabiliseerden. De olieprijs was volatiel de afgelopen maanden. De voorgenomen productiebeperking van de OPEC hield de oliemarkt in haar greep.

## Kapitaalmarktrentes lopen op

De laatste maanden bewegen de aandelenmarkten zijwaarts, met name door de toegenomen politieke onzekerheid. In de opkomende landen zette de stijgende koersontwikkeling nog wel door, maar volgde een correctie na de verkiezing van Trump. Ook op de obligatiemarkten hebben de opkomende landen het, ondanks een correctie na de Amerikaanse verkiezingen, beter gedaan dan de ontwikkelde landen. Dit komt met name dankzij een voorzichtig economisch herstel in combinatie met veel gunstigere startwaarderingen. Naast de oplopende inflatie en inflatieverwachtingen, speelt in de eurozone ook nog de onzekerheid over wat de ECB gaat doen met haar opkoopprogramma, dat voornamelijk tot eind maart 2017 loopt. Zo steeg de Duitse 10-jaarsrente de laatste maanden een half procent tot boven 0,3% (zie figuur 3). Hierdoor komt het rendement sinds eind juni uit op -3,4%. Over het gehele kalenderjaar staat voor Duitse staatsobligaties nog een plus van ruim 3% (zie figuur 4) genoteerd aangezien in januari de rente nog boven 0,6% stond. De staatsobligaties van de niet-kernlanden in de eurozone laten een vergelijkbaar beeld zien. Daarbij is de

**FIGUUR 3 RECENTELIJK OPGELOPEN KAPITAAL-MARKTRENTES NOG STEEDS OP LAGE NIVEAUS**

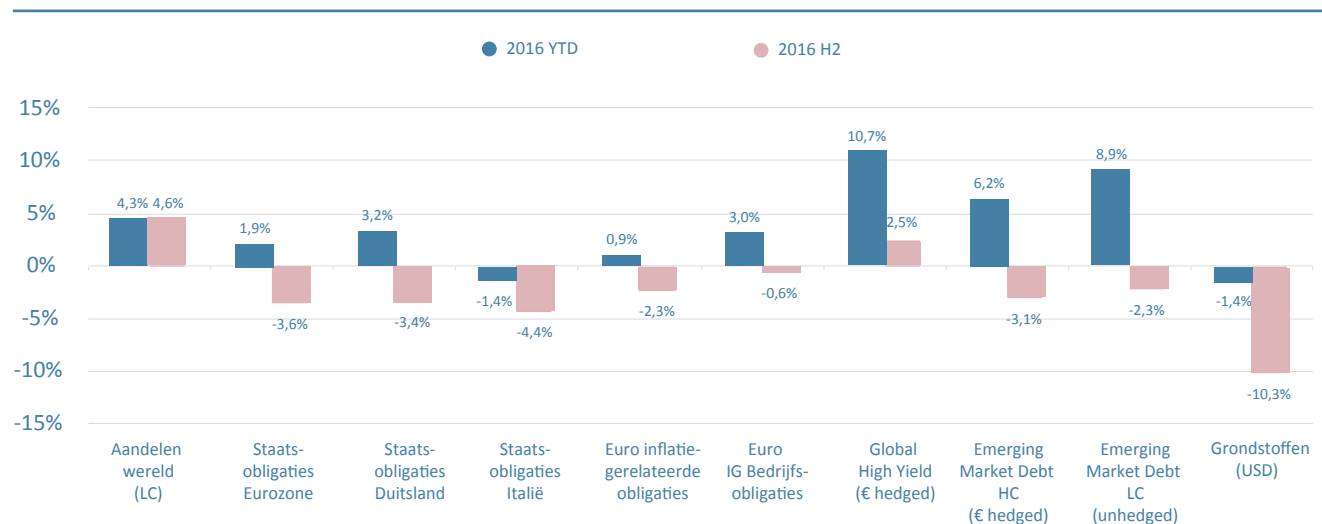
Bron: Bloomberg, Achmea IM



spread van Italië dit jaar wel duidelijk opgelopen als gevolg van de problemen in de Italiaanse bankensector en onzekerheid over het referendum in december. De daling van de global high yield risico-opslagen zette door, zodat ook deze beleggingscategorie dit jaar voornamelijk een dubbelcijferig rendement heeft opgeleverd. Hoewel de olieprijs ten opzichte van het dieptepunt in januari fors is gestegen, was de prijsontwikkeling de laatste maanden wel volatiel, maar zonder duidelijke richting. Omdat ook de prijzen van edelmetalen en landbouwproducten in de tweede helft van het jaar zijn gedaald, behaalden grondstoffen als geheel een negatief rendement over deze periode. Op de valuta-markten viel met name de daling van het Britse pond op met circa 15% sinds de start van het jaar.

**FIGUUR 4 TOTAALRENDEMENTEN T/M 14 NOVEMBER EN SINDE DE TWEEDE HELFT VAN DIT JAAR**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



# Veel politieke onzekerheid

De aantrekkelijkheid van aandelen opkomende markten is nog steeds groot. Ondanks de recente stijging van de kapitaalmarktrente blijft het verwachte rendement op de 'veilige' euro-staatsobligaties van de kernlanden erg laag. De DAA-overweging van aandelen opkomende markten en de onderweging van staatsobligaties eurokernlanden blijft gehandhaafd.

## Aantrekkelijkheid van een aantal beleggingscategorieën is afgenomen

Mede door de *search for yield* is de waardering van zowel global high yield als obligaties opkomende landen in lokale valuta teruggekeerd naar historische evenwichtswaarden. Voor een aantal categorieën, zoals Europese aandelen en obligaties opkomende landen in lokale valuta, is de relatieve aantrekkelijkheid ten opzichte van euro-staatsobligaties nog steeds groot, maar zijn de verwachte absolute rendementen meer in lijn met historische gemiddelden. Ondanks de recente stijging van de kapitaalmarktrente in Europa, blijft het verwachte rendement op euro-staatsobligaties negatief vanwege het nog steeds zeer lage startniveau en een verwachte geleidelijke rentestijging over een horizon van vijf jaar. Ook het verwachte rendement op inflatiegerelateerde obligaties blijft erg laag omdat de reële rente nog steeds negatief is.

## Toegenomen politieke onzekerheid

Naast de toch onverwachte verkiezingsuitkomst in de Verenigde Staten, is er ook in Europa op korte termijn veel beleidsonzekerheid. Het referendum in Italië begin december zou kunnen leiden tot het aftreden van premier Renzi en zijn regering. Daarnaast moet ook de ECB op korte termijn duidelijkheid verschaffen over de toekomst van haar opkoopprogramma. Gedurende de decembervergadering van de ECB zal hierover gesproken worden, maar of Draghi in staat en bereid is helderheid te verschaffen, valt te bezien. Daarnaast starten waarschijnlijk in het eerste kwartaal van 2017 de onderhandelingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU over de uitwerking van de Brexit. In april en mei zijn de presidentsverkiezingen in Frankrijk. Vooral veel politieke onzekerheid dus in het komende halfjaar.

## DAA-posities gehandhaafd

Staatsobligaties blijven vanuit een middellangetermijnsrendementsperspectief onaantrekkelijk. Hoewel er op korte termijn veel, met name politieke, onzekerheid is, is het verwachte rendementsverschil met aandelen opkomende markten zodanig groot dat wij de DAA-overweging van aandelen opkomende landen en de onderweging van staatsobligaties euro-kernlanden handhaven.

FIGUUR 5 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO OKTOBER 2016)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Emerging Markets (\$)	■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	10,75%	Aantrekkelijk gewaardeerd maar gevoelig voor externe schokken
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■			6,25%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus ten opzichte van ontwikkelde markten
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■			8,00%	Moeizame winstontwikkeling en kwetsbaar voor politieke risico's
Aandelen VS (\$)	■ ■ ■ ■ ■			4,50%	Beneden gemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■			3,00%	Risico-opslag nog steeds aantrekkelijk; landen tonen herstel
Aandelen Japan (¥)	■ ■ ■ ■ ■			3,75%	Gedreven door Japans monetair beleid, structureel herstel ontbreekt
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■			2,50%	Risico-opslag is gedaald en bevindt zich rond de historische mediaan
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■			2,50%	Olieprijs blijft zeer volatiel, wereldwijde olievoorraden nog steeds hoog
Investment Grade Credit	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Laag verwacht rendement, maar voorlopig ondersteuning door ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Historisch lage renteniveaus en gevoelig voor politieke ontwikkelingen
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Verwacht rendement op kasgeld laag door extreem ECB-beleid
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■		- 1%	-0,75%	Negatief verwacht rendement door lage rente en verwachte rentestijging
Inflatiegerelateerde Obligaties	■ ■ ■ ■ ■			-1,50%	Negatief verwacht rendement door negatieve reële rente en lage inflatie

Deze tabel vat de visie samen die ten grondslag ligt aan de Dynamische Asset Allocatie (DAA). De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende 5 jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's, tenzij anders aangegeven. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

# Kiezers en centrale banken aan zet

Het komend jaar wordt een jaar met heel wat potentiële verrassingen, zowel vanuit politieke als monetaire hoek. Centrale banken zullen graag stappen zetten richting een normalisatie van het beleid, maar zijn afhankelijk van de groei- en inflatievooruitzichten. De politieke aardverschuiving die zich in de westerse wereld lijkt af te tekenen roept de vraag op hoeveel steun er straks nog is voor een relatief open wereldhandelssysteem en voor versterking van de EU. De politieke retoriek suggereert dat vergaande veranderingen op til zijn. Nu worden niet alle politieke beloftes ingevuld. Ook zullen nieuwe machthebbers oog willen en moeten houden voor de economische consequenties van hun acties. De voorspelbaarheid van verkiezingen en de marktreacties daarop is recentelijk zeer laag gebleken.

## Kabinetscrisis in Italië?

In de eerste week van december vindt het referendum in Italië plaats over staatkundige hervormingen. Op dit moment zijn er twee kamers: het Huis van Afgevaardigden en de Senaat. Het referendum gaat officieel vooral over hervorming van de Senaat, met als doel het besluitvormingsproces daar daadkrachtiger te maken. Officieus behelst het referendum vooral een oordeel over de regering van premier Renzi. In februari van dit jaar was volgens peilingen de helft van de bevolking voor, een kwart tegen, en een kwart wist het nog niet. Recentelijk worden de kansen echter op 50%-50% geschat, vooral als gevolg van de teleurstellende groeiontwikkeling, de blijvend hoge werkloosheid en de voortdurende problemen in het Italiaanse bankwezen waarvoor premier Renzi medeverantwoordelijk wordt gehouden. De Italiaanse premier heeft zijn lot aan de uitkomst van het referendum verbonden. Bij een afwijzing zal zijn regering waarschijnlijk aftreden en dit kan op korte termijn leiden tot een politieke patstelling of zelfs chaos in Italië. Nieuwe verkiezingen zouden zomaar eens gewonnen kunnen worden door de eurosceptische partijen, zoals de 5 sterren beweging van komiek Grillo. De uitkomst van het referendum is dus niet alleen van belang voor Italië zelf, maar ook een risico voor de toekomst van de eurozone.

## FIGUUR 6 KIEZERS AAN ZET



## Welke partijen gaan in Nederland de regeringscoalitie vormen?

Gezien de grote versplintering van het Nederlandse electoraat zijn mogelijk vier tot vijf partijen nodig om na de verkiezingen in maart volgend jaar een nieuwe meerderheidsregering te vormen. Gezien het gebrek aan eenduidige standpunten lijkt het erop dat de coalitievorming weleens een ingewikkeld en tijdrovend proces zou kunnen worden, mogelijk zelfs eindigend in een minderheidsregering zoals nu in Spanje. Daar is, na tien maanden van moeizaam overleg en twee parlamentsverkiezingen, eindelijk een nieuw kabinet geïnstalleerd. Een weinig daadkrachtige Nederlandse regering verslechtert ook de Nederlandse positie binnen de EU. Hoewel de macht van Nederland in de EU beperkt is, is het juist voor ons land van groot belang dat de onderhandelingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU tot goede handelsverdragen leiden.

## Wie wordt de nieuwe Franse president?

In april en mei 2017 zijn de eerste en tweede ronde van de Franse presidentsverkiezingen. De populariteit van de zittende president Hollande is zeer laag. De kans is dan ook groot dat hij zijn plaats moet afstaan. De twee belangrijkste rechtsconservatieve kandidaten zijn de oudpremier Juppé en voormalig president Sarkozy. De verwachting is dat alleen een republikeinse kandidaat en Marie Le Pen van het Front National de tweede ronde halen en dat de socialistische kandidaat na de eerste ronde afvalt. Normaal gesproken, maar wat is nog normaal in deze tijd, zullen de socialistische kiezers zich in de tweede ronde achter de republikeinse kandidaat scharen om Le Pen te dwarsbomen. Dit is echter zeker geen uitgemaakte zaak gezien de sterke opkomst van de populistische en eurosceptische bewegingen in de afgelopen jaren. Marie Le Pen zal als president van Frankrijk de toch al gebrekkige daadkracht van de EU aanzienlijk kunnen verzwakken.

## Krijgt Merkel weer het vertrouwen?

In de herfst van 2017 staan in Duitsland nieuwe parlamentsverkiezingen gepland. De grote vraag is of Angela Merkel, Bundeskanzlerin sinds 2005, er nog een keer in kan slagen om de verkiezingen te winnen. Ten opzichte van de vorige verkiezingen moet meer rekening gehouden worden met de nieuwe eurosceptische en anti-immigratie partij Alternative für Deutschland (AfD). Bij de bondsdagverkiezingen in 2013 behaalde AfD met een kiezersaandeel van 4,7% (net) niet de kiesdrempel van 5,0%. Sinds 2014 heeft de partij deze drempel echter al in acht deelstaatsverkiezingen wel gehaald, met als voorlopig hoogtepunt 24% van de stemmen in Saksen-Anhalt in 2016. Verlies voor Merkel heeft niet alleen consequenties voor Duitsland maar ook voor de EU en de eurozone, waarbinnen Merkel nu nog de sterkste leider is van het 'strengere' noordelijke

blok. Opkomst van kleinere partijen zoals Die Linke en AfD kan een snelle coalitievorming bemoeilijken.

## Hoe zal de waarschijnlijke Brexit vorm krijgen?

Begin oktober heeft de nieuwe Britse premier May, oorspronkelijk deel uitmakend van het *Bremain* kamp, op het congres van de Conservatieve Partij aangegeven dat ze onafhankelijkheid en het zelf bepalen van immigratiebeleid boven de handelsbelangen stelt bij de komende onderhandelingen met de EU. Begin november oordeelde de Hoge Raad dat de regering toestemming moet vragen aan het parlement voordat artikel 50, de procedure om uit de EU te stappen, geactiveerd kan worden. De regering gaat tegen deze uitspraak in hoger beroep. De kans dat het parlement de regering geen toestemming geeft, wordt vooralsnog laag ingeschat. De meeste parlementariërs, zowel bij Labour als de Conservatives, zullen zich niet durven uitspreken tegen het oordeel van de Britse bevolking. Het leidt mogelijk wel tot vertragingen en een nog moeizamer proces. Er is het Verenigd Koninkrijk veel aan gelegen om de komende twee jaar tot goede afspraken met de EU te komen, ook om de interne onrust - Noord-Ierland en Schotland zijn helemaal niet blij met de Brexit - niet uit de hand te laten lopen.

## FIGUUR 7 BREXIT

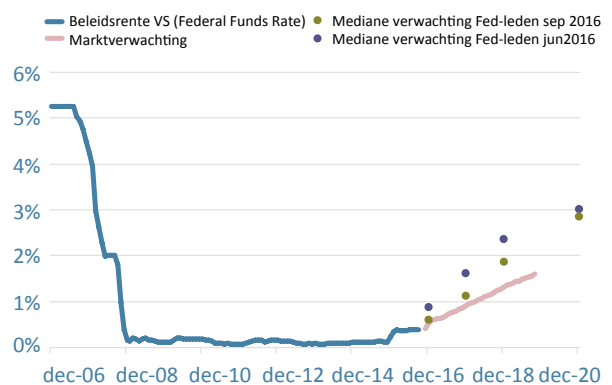


## Normaliseert de Fed de beleidsrente?

In de Verenigde Staten hebben de Fed-leden in september hun verwachtingen voor de rente op de wat langere termijn neerwaarts bijgesteld. Voor zowel eind 2017 als eind 2018 zijn de prognoses met een half procent verlaagd (zie figuur 8). Dit lijkt aan te geven dat de Fed-leden zich er duidelijk van bewust zijn dat in de huidige omstandigheden heel voorzichtig te werk moet worden gegaan om het economische herstel niet te vroeg af te remmen. Het bereiken van een lange termijn evenwichtsniveau is geen doel op zich maar moet passen bij de macro economische omstandigheden. De Fed heeft begin november aangegeven dat zij in principe klaarstaat voor een tariefsverhoging in december. Halverwege november is deze verhoging ook door financiële markten ingeprijsd.

## FIGUUR 8 VERWACHTINGEN BELEIDSRENTE FED (SEPTEMBER-VERGADERING 2016)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



## Wat kunnen we verwachten van de ECB?

In Europa is het nog onduidelijk wat de ECB gaat doen met het opkoopprogramma. Dit programma loopt tot eind maart 2017, maar ECB-president Draghi heeft al eerder aangegeven dat het indien nodig verlengd kan worden. Met name het feit dat de kerninflatie, dus de inflatie exclusief de meer volatiele voedsel en energieprijzen, zich nog steeds zijwaarts beweegt en onder de 1,0% ligt, maakt het zeer onwaarschijnlijk dat de ECB in maart zal stoppen met het opkoopprogramma. De kans is groot dat de bank het huidige programma zal verlengen. In het meest gunstige geval, als signaal dat het programma zijn vruchten begint af te werpen, zal sprake zijn van een voorzichtige afbouw van het opkoopprogramma (tapering). Verhoging van officiële tarieven zijn komend jaar zeker nog niet aan de orde in de eurozone. In de Verenigde Staten zaten twee jaar tussen de start van de afbouw en de eerste tariefsverhoging.

## Wat zijn mogelijke gevolgen?

De verschillende verkiezingen in de komende maanden zullen waarschijnlijk leiden tot nieuwe coalities en regeringsleiders. De al langer sluimerende ontevredenheid bij met name de midden- en onderklasse is vooral ontstaan door de negatieve gevolgen van globalisering: de gedaalde werkgelegenheid in industriële sectoren en de teleurstellende koopkrachtsontwikkeling voor deze groepen. Ook omvangrijke migratie- en vluchtelingenstromen heeft de politieke situatie in verschillende landen onder druk gezet. Het tempo van globalisering van de laatste 25 jaar lijkt om sociale en politieke redenen niet houdbaar. De vraag is hoe een dergelijke omschakeling zal plaatsvinden. Dit is niet zonder risico's, zeker niet als een land als de Verenigde Staten dat altijd een spilfunctie heeft vervuld in de internationale economische orde, vergaande,

eenzijdige acties zou afkondigen. Protectionisme kan op korte termijn lokaal voor extra werkgelegenheid zorgen, maar is op termijn in aanleg slecht voor de groei (lager) en inflatie (hoger). Lagere belastingen en/of meer overheidsuitgaven kunnen de groei een extra steun in de rug geven en mogelijk op termijn zorgen voor inflatoire druk. Deze laatste opties lijken voor politici de gemakkelijkste weg, maar de fiscale ruimte hiervoor is beperkt. De meeste overheidsschulden zijn de afgelopen jaren al fors opgelopen om de gevolgen van de Grote Recessie in 2008-2009 te beperken. Er zijn dus geen eenvoudige oplossingen om aan de grote ontevredenheid tegemoet te komen. Desondanks is het zeker denkbaar dat de overheden in Europa de reflatoire aanpak, die we in de Verenigde Staten zien, volgen. Door extra overheidsbestedingen zal de groei en inflatie een nieuwe impuls krijgen. Met name staatsobligaties komen in een dergelijke omgeving verder onder druk.

### Colofon

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