

UITGAVE 23

# Investment Letter

Achmea Investment Management

achmea 

November 2017



2018

## Optimisme zonder euforie

Beleggingsomgeving  
Goudlokje  
is terug

2

Marktonwikkelingen  
Aandelen naar  
recordhoogtes

4

Vooruitzichten  
Gematigde  
verwachte  
rendementen

5

Special  
2018:  
Gestaag,  
traag en laag

6

# Goudlokje is terug

De wereldwijde economische groei ontwikkelde zich in het derde kwartaal gunstig, terwijl de inflatie gematigd blijft. Twintig jaar geleden, in de tijd dat Alan Greenspan de Amerikaanse centrale bank leidde, werd dit het Goldilocks- of Goudlokje-scenario genoemd. Dit scenario is vernoemd naar het Engelse kinderverhaal over Goudlokje en de drie beren. In dit verhaal proeft Goudlokje van drie borden pap. De eerste is te warm, de tweede is te koud, maar de derde is precies goed. Zo lijkt het nu ook te gaan met het macro-economische beeld wereldwijd. De groei is redelijk sterk, maar dit leidt nog niet tot oververhitting van de economie. Hierdoor blijft de opwaartse druk op de inflatie beperkt. Ondanks dit positieve macro-economische beeld is van euforie nog geen sprake.

## Positief groeimomentum

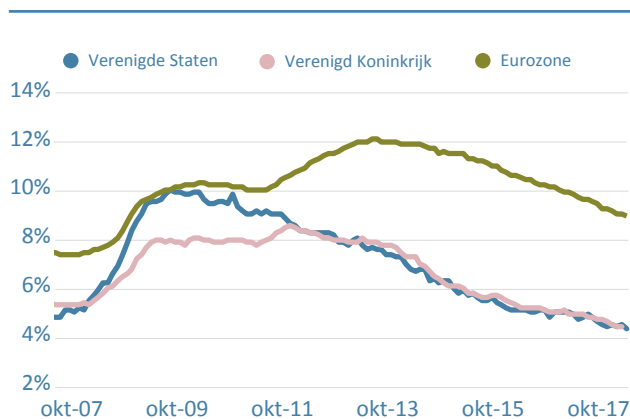
In de Verenigde Staten kwam de economische groei in het derde kwartaal uit op 2,3% jaar-op-jaar (j-o-j), licht hoger dan verwacht. De groei wordt breed gedragen door zowel consumentenbestedingen als bedrijfsinvesteringen. De favoriete inflatiemaatstaf van de Amerikaanse centrale bank (Fed), de PCE deflator, blijft relatief laag op 1,6% j-o-j. De inflatie ligt daarmee nog steeds onder de inflatiedoelstelling van 2,0%. Ook in de eurozone verraste de economie in positieve zin. De eerste schatting in het derde kwartaal wijst op een groei van 2,5% j-o-j, na een groei van 2,3% een kwartaal eerder. Daarmee versnelt de economische groei in de eurozone naar het hoogste niveau sinds 2010. Een andere positieve ontwikkeling is dat de groei momenteel breed wordt gedragen. De Duitse economie blijft het uitzonderlijk goed doen, maar ook landen als Italië en Frankrijk zien de economische activiteit aantrekken. De inflatie in de eurozone blijft laag. De voorlopige schatting voor de inflatie in oktober kwam uit op 1,4%. Daarmee blijft de inflatie onder de doelstelling van de Europese Centrale Bank (ECB) van licht onder de 2% liggen. De kerninflatie, de inflatie exclusief de volatiele voedsel- en energieprijzen, is nog lager en bedraagt 0,9%. De lage inflatie kan deels verklaard worden door de waardevermindering van de euro, maar gezien de gunstige economische ontwikkelingen is het grotendeels uitblijven van opwaartse inflatiedruk opvallend. Het wereldwijde positieve economische momentum zien we terug bij de halfjaarlijkse groei prognoses van het Internationaal Monetair Fonds (IMF)<sup>1</sup>. De geschatte groei voor 2017 is in oktober met 0,1% opwaarts bijgesteld naar 3,6% voor de wereldeconomie. Ook het beeld voor de opkomende landen is de laatste tijd verbeterd. Voorlopige cijfers voor de Chinese economie ondersteunen dit. De eerste prognoses wijzen op een groei in het derde kwartaal van 6,8% j-o-j. De jaarlijkse groei doelstelling van 6,5% zal daarom vrijwel zeker worden gehaald.

## Impact dalende werkloosheid op inflatie beperkt

Figuur 1 toont de werkloosheid in een aantal landen en de eurozone. Het is geen verrassing dat deze door de huidige sterke economische omgeving vrijwel overal daalt. In de Verenigde Staten, Japan en China staat de werkloosheid op het laagste niveau sinds de start van het decennium. In het Verenigd Koninkrijk staat de werkloosheid zelfs op het laagste niveau in de laatste 40 jaar. De gedaalde werkloosheid resulteert nog nauwelijks in opwaartse druk op de lonen. In de ontwikkelde landen zien we alleen in de Verenigde Staten de laatste tijd voorzichtige loongroei. In het laatste kwartaal stegen de lonen daar met 2,5% op jaarbasis. De reële loonstijging, dus de loonstijging gecorrigeerd voor inflatie, blijft zeer gematigd. In de Verenigde Staten bedraagt de reële loonstijging momenteel 0,3%. In de eurozone ligt de reële loongroei met 0,5% daar iets boven. In Japan stagneren de reële lonen. In het Verenigd Koninkrijk staat de koopkracht van de consument onder druk. Door de zwakte van het Britse pond is de inflatie het afgelopen jaar sterk opgelopen. Hierdoor is sprake van een daling van de reële lonen met 0,8%. De nominale loonstijging is met 2,2% niet eens zo bijzonder laag, maar met een inflatie van 3,0% impliceert dit een dalende koopkracht voor de Britten. In China, de belangrijkste vertegenwoordiger van de opkomende landen, kwam de reële loongroei het afgelopen jaar nog positief uit op 4,7%, maar deze stijging was wel de laagste in de afgelopen tien jaar.

## FIGUUR 1 WERKLOOSHEIDSPERCENTAGES

Bron: Bloomberg, Achmea IM



## Inflatie blijft een puzzel

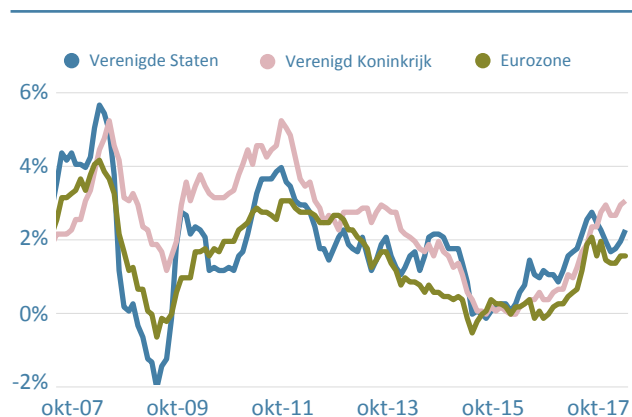
Centrale bankiers en economen zijn verrast dat de economische groei en de gedaalde werkloosheid vooralsnog niet tot een sterkere stijging van de inflatie heeft geleid (zie figuur 2). De afnemende werkloosheid resulteert in een toenemende krapte op de arbeidsmarkt.

<sup>1</sup> IMF, *World Economic Outlook*, oktober 2017

Volgens de gangbare economische theorieën zou dat vervolgens moeten leiden tot opwaartse druk op de lonen. Dit verband tussen de werkloosheid en de (loon)inflatie is in de economische theorie uitgewerkt in de Phillips curve. In het verleden was er een negatief verband zichtbaar: een dalende werkloosheid ging gepaard met hogere lonen, wat resulteerde in een hogere inflatie en omgekeerd. Recente analyses door de Bank of International Settlements (BIS) laten zien dat dit verband de laatste decennia steeds minder sterk is geworden<sup>2</sup>. Eén van de oorzaken hiervan is de globalisering, waardoor de koppeling tussen de lokale werkgelegenheid en prijsontwikkeling minder sterk is geworden. Inflatie is daardoor meer een wereldwijd fenomeen en minder een lokale aangelegenheid geworden. Door de openstelling van het voormalige Oostblok en vele Aziatische landen voor de wereldhandel is het aanbod van goedkope arbeid fors toegenomen. Bedrijven kunnen kiezen voor de regio's waar ze het goedkoopste kunnen produceren. Deze vergrote keuzemogelijkheden voor productielocatie verklaart voor een belangrijk deel de laagblijvende (loon)inflatie. Vooral China is na toetreding tot de Wereldhandelsorganisatie (WTO) de laatste 15 jaar uitgegroeid tot de fabriek van de wereld. De combinatie van een groot arbeidspotentieel met lage lonen zorgde voor wereldwijde deflatoire druk. Naarmate de rol van China in de wereldeconomie toeneemt, stijgt de welvaart. Zo zijn de Chinese lonen de afgelopen tien jaar verdrievoudigd. Dit betekent dat de neerwaartse druk hiervan op de wereldwijde inflatie afneemt.

## FIGUUR 2 INFLATIE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



### Geleidelijke normalisering monetair beleid

De lage inflatie zorgt ervoor dat centrale banken niet hard op de rem hoeven te trappen, maar heel geleidelijk het zeer ruime monetair beleid kunnen afbouwen. Zo kondigde de Amerikaanse centrale bank in september aan te starten met de afbouw van haar balans door te stoppen met het herinvesteren van aflossingen en couponbetalingen.

Door de verschillende stimuleringsprogramma's in de afgelopen tien jaar is het balanstotaal opgelopen van circa \$500 miljard naar circa \$4500 miljard. Vanaf 1 oktober wordt de balans iedere maand met \$10 miljard afgebouwd. Ieder volgend kwartaal zal het desinvesteringsprogramma worden verhoogd met \$10 miljard per maand tot het moment dat iedere maand de balans met \$50 miljard wordt afgebouwd. De Europese Centrale Bank (ECB) maakte op haar beurt eind oktober bekend dat zij vanaf begin volgend jaar het opkoopprogramma voor obligaties gaat halveren van €60 miljard per maand naar €30 miljard per maand. Dit programma zal nog minimaal tot en met september 2018 doorgaan. De ECB laat de einddatum vooralsnog open. De Bank of Japan (BoJ) is nog helemaal niet toe aan het afbouwen van haar stimuleringsprogramma's. De BoJ verwacht dat de Japanse inflatie pas in 2019 in de buurt van de inflatiedoelstelling van 2% zal komen. De oplopende inflatie in het Verenigd Koninkrijk tot ruim boven de doelstelling van 2% baart de Bank of England (BoE) zorgen. De BoE heeft daarom de officiële tarieven begin november voor het eerst in tien jaar met 25 basispunten verhoogd tot 0,50%.

### Macro-economische vooruitzichten gunstig

Op basis van de diverse vertrouwensindicatoren van zowel producenten als consumenten blijven de vooruitzichten voor de wereldeconomie gunstig. Zo staat het consumentenvertrouwen in de Verenigde Staten op het hoogste niveau sinds 2001 en hetzelfde geldt voor de eurozone. In Japan is het consumentenvertrouwen de laatste drie jaar ook opgelopen, maar is het nog niet zo hoog als begin 2013, toen premier Abe zijn *Abenomics* aankondigde. Dit is een beleid waarbij wordt geprobeerd om via monetaire verruiming, meer begrotingsstimulering en structurele hervormingen, Japan uit de twintig jaar durende deflatoire omgeving te halen. In China staat het consumentenvertrouwen zelfs op het hoogste niveau sinds de start van de metingen in 1996. Het Verenigd Koninkrijk vormt de enige uitzondering in dit beeld. Het consumentenvertrouwen piekte daar in 2015 en is de laatste twee jaar wat afgenomen. Dit is mede het gevolg van de onzekerheid omtrent de toekomstige brexit. Ook in het bedrijfsleven is het vertrouwen historisch hoog. Zo staat de Amerikaanse inkoopmanagersindex ISM op nagenoeg het hoogste niveau in 30 jaar. In Duitsland staat de IFO index, de belangrijkste maatstaf voor het ondernemersvertrouwen, op het hoogste niveau sinds de Duitse eenwording in 1991. Net als voor 2017 heeft het IMF de groeiprognoze voor 2018 recent verhoogd. Het IMF verwacht een wereldwijde groei van 3,7%, een fractie hoger dan in 2017. Ondanks de brede economische opleving en gunstige vooruitzichten is er geen sprake van euforie. Beleidsmakers, waaronder centrale banken, benadrukken de neerwaartse risico's. Hier komen we in de special op terug.

<sup>2</sup> Bank of International Settlements, *Through the looking glass*, september 2017

# Aandelen naar recordhoogtes

Positieve macro-economische ontwikkelingen en stijgende bedrijfswinsten stuwden aandelen naar nieuwe hoogterecords. Ook high yield obligaties profiteerden van het positieve sentiment. De risico-opslag op high yield bereikte het laagste niveau sinds 2007. Het dovish beleid van de ECB zorgde voor druk op de euro. De olieprijs steeg naar het hoogste niveau in twee jaar tijd.

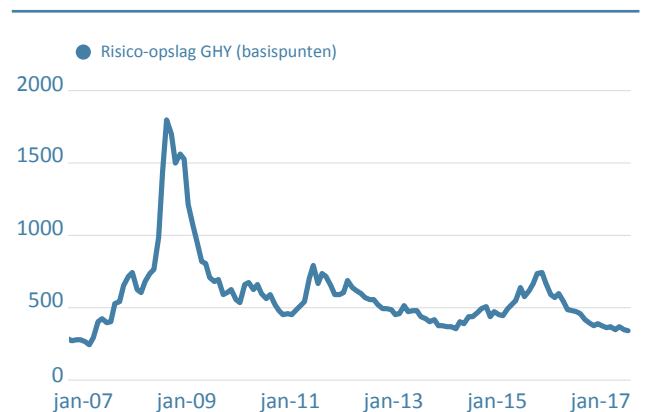
## Positief sentiment

Het sentiment op de financiële markten blijft vooralsnog positief. Dit is onder meer zichtbaar in de volatiliteit op de financiële markten. Die ligt nog steeds op historisch lage niveaus, ondanks diverse (geo)politieke spanningen. Beleggers richten hun aandacht vooral op de positieve macro-economische ontwikkelingen en de aantrekkende groei van de bedrijfswinsten. Dit ondersteunde de aandelenmarkten, die nieuwe recordhoogtes bereikten. Tot en met medio november noteerde de wereldwijde aandelenmarkt een plus van meer dan 16% in lokale valuta (zie figuur 3). In het kielzog van aandelen presteerden ook kredietobligaties goed. De risico-opslag op schuldpapier uit opkomende markten (EMD HC) en de risico-opslag op investment grade credits daalden hierdoor naar de laagste niveaus van respectievelijk de afgelopen drie en twee jaar. De risico-opslag op global high yield daalde zelfs naar het laagste niveau van de afgelopen 10 jaar (zie grafiek 4). Door de positieve macro-economische omgeving en anticipatie op afbouw van het opkoopprogramma van de ECB liepen de rentes in de kernlanden van de eurozone dit jaar licht op. De laatste maanden is echter sprake van stabilisatie. De Duitse 10-jaarsrente schommelt de afgelopen maanden rond de 0,4%. In aanloop naar het referendum in Catalonië liep de Spaanse 10-jaarsrente op richting 1,75%. In oktober was echter sprake van een daling ondanks alle politieke onrust nadat Catalonië de onafhankelijkheid afkondigde. Medio november bedroeg de

Spaanse kapitaalmarktrente circa 1,5%. In september noteerde de euro ten opzichte van de Amerikaanse dollar ruim 1,20, het hoogste niveau in de afgelopen drie jaar. De laatste maanden staat de euro echter wat onder druk. Dit wordt veroorzaakt door het aanhoudende ruime ECB-beleid en de *dovish* uitlatingen tijdens de oktobervergadering. ECB-president Draghi gaf aan dat de beleidsrente nog lang laag blijft. De positieve macro-economische ontwikkeling in de eurozone zorgt echter voor steun voor de euro. Medio november noteerde de wisselkoers rond de 1,18. Ten opzichte van de opkomendemarktenvaluta's steeg de euro dit jaar ook in waarde waardoor het totaalrendement op EMD LC achterblijft. Sinds medio juni laten grondstoffen een sterk herstel zien. Basismetalen profiteren van de wereldwijde cyclische opleving. Ook de olieprijs is sterk hersteld door de afgenomen voorraden en de verwachte productiebeperkingen. De prijs voor een vat Brent olie is gestegen tot boven de \$60.

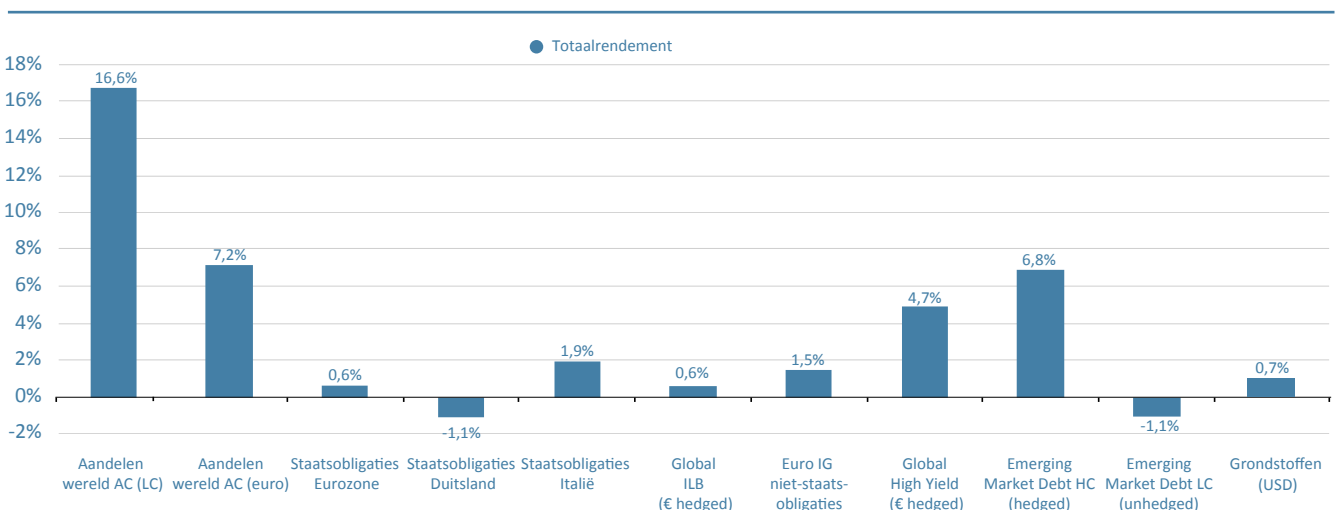
**FIGUUR 4 RISICO-OPSLAG HIGH YIELD OP LAAG NIVEAU**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



**FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN T/M 14 NOVEMBER 2017**

Bron: Bloomberg, Achmea IM



# Gematigde verwachte rendementen

Goede economische ontwikkelingen en het aanhoudende ruime monetaire beleid ondersteunen het positieve sentiment op de financiële markten. Waarderingen van de meeste categorieën zijn daardoor verder opgelopen en de rendementsverwachtingen zijn nog lager geworden. Beleggingen in opkomende landen springen er nog steeds relatief positief uit. Wel blijft de risicovrije rente in de eurozone voorlopig nog laag. Gegeven de hoge waarderingen zijn de meeste categorieën kwetsbaar voor een draai in het sentiment.

## Economisch momentum ondersteunt sentiment

In de huidige positieve macro-economische omgeving gedijen aandelen goed. Zeker nu er sprake is van een sterk winstherstel. In zowel de ontwikkelde landen als de opkomende landen zijn de winsten de afgelopen maanden sterk gestegen. Ook de risicovollere vastrentende waarden profiteren van deze omgeving. De faillissementsverliezen zijn verder gedaald en deze zijn laag in historisch perspectief. De meeste vertrouwensindicatoren duiden erop dat de economische expansie wereldwijd doorzet. Gecombineerd met de lage inflatie en het ruime monetaire beleid blijft de macro-economische situatie gunstig voor risicovolle beleggingen. Wanneer de Amerikaanse president Trump er in slaagt om zijn belastingplannen door het Congres te krijgen, kan dat voor extra positieve impulsen zorgen. De meeste centrale banken handhaven voorlopig nog een ruim monetair beleid en dit is ook ingeprijsd op de financiële markten. Een abrupte

verandering in deze verwachting kan wel leiden tot een schok. Tot nog toe hebben veranderingen in het centralebankbeleid niet geleid tot turbulentie. Het *taper tantrum* uit 2013, toen de kapitaalmarktrente in korte tijd met meer dan 100 basispunten steeg, was hier een uitzondering op. Door heldere en duidelijke communicatie over het toekomstige beleid proberen de centrale banken onrust op de financiële markten te voorkomen.

## Gematigde verwachte rendementen

De verwachte rendementen voor de meeste beleggingscategorieën zijn laag. De laagrisico-beleggingen leveren naar verwachting een zeer laag of zelfs negatief rendement op. Maar ook voor de risicovollere beleggingscategorieën zijn de verwachte rendementen laag. Vooral global high yield is onaantrekkelijk geworden. Op dit moment genieten beleggingen uit de opkomende landen de voorkeur, zowel bij aandelen als bij obligaties (EMD LC). We handhaven dan ook onze overweging op aandelen Opkomende Markten ten koste van euro-staatsobligaties. Door de relatief hoge waarderingen zijn de meeste categorieën wel kwetsbaarder geworden voor tegenvallers. Denk daarbij aan tegenvallende macro-ontwikkelingen, een sterker dan verwachte verkrapping van het monetaire beleid of een escalatie van politieke spanningen. Op politiek vlak zijn er nog wel wat onzekerheden, zoals het verloop van de brexit en de onafhankelijkheidskwestie van Catalonië. Voorsnog hebben deze gebeurtenissen maar een beperkte impact op de financiële markten gehad. Toch kan escalatie hiervan zorgen voor een sterke toename van de volatiliteit.

FIGUUR 5 DAA-VERWACHTINGEN (ULTIMO OKTOBER 2017)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Advies	DAA	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten (\$)	■ ■ ■ ■ ■		+ 1%	7,75%	Relatief aantrekkelijk gewaardeerd en economische opleving zichtbaar
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■			6,25%	Relatief aantrekkelijke renteniveaus ten opzichte van ontwikkelde markten
Aandelen Europa	■ ■ ■ ■ ■			5,50%	Economisch herstel draagt bij aan sterke verwachte winstgroei
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■			2,25%	Risico-opslag schommelt rond de historische mediaan
Aandelen Ontwikkelde Markten (LC)	■ ■ ■ ■ ■			3,50%	Gematigd verwacht rendement voor middellange termijn
Aandelen VS (\$)	■ ■ ■ ■ ■			3,25%	Benedengemiddeld verwacht rendement door relatief hoge waardering
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■			2,50%	Verwacht opwaarts potentieel voor de olieprijs is beperkt
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■			1,75%	Risico-opslag is laag, maar faillissementsverliezen zijn momenteel beperkt
Aandelen Japan (¥)	■ ■ ■ ■ ■			1,25%	Rendementsverloop zeer gevoelig voor Japans monetair beleid
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■			0,25%	Verwacht rendement op kasgeld laag door zeer ruim ECB-beleid
Investment Grade Credit	■ ■ ■ ■ ■			0,00%	Laag verwacht rendement, maar voorlopig ondersteuning door ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■			-0,25%	Lage renteniveaus en gevoelig voor politieke risico's
Global ILB	■ ■ ■ ■ ■			-0,25%	Verwacht rendement wordt gedomineerd door lage reële rente
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■		-1%	-1,00%	Laag 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 vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (GHY, EMD HC en Global ILB), tenzij anders vermeld. De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen.

# 2018: Gestaag, traag en laag

Het wereldwijde economische momentum is sterk. De groei wordt breed gedragen en vertrouwenscijfers staan op recordniveaus. Ondertussen normaliseren de meeste centrale banken stapsgewijs het monetaire beleid. Dit gebeurt echter in een zeer geleidelijk tempo. Daardoor is er per saldo nog steeds sprake van monetaire stimulering. Op de financiële markten overheerst een positief sentiment en is de volatiliteit laag. In deze special gaan we in op de thema's die een belangrijke rol gaan spelen in 2018.

## Middellangetermijnvisie

In de Investment Letter van september staat onze middellangetermijnvisie voor de economie en financiële markten beschreven<sup>3</sup>. In ons basisscenario Reflatie gaan we uit van een gematigde voortzetting van het economische herstel in de ontwikkelde economieën. Daarnaast gaat dit scenario uit van een langzame draai in de trendmatige neerwaartse beweging die de laatste decennia zo kenmerkend was voor de rente en inflatie. Door een daling van de potentiële groei zullen de economische groeicijfers gemiddeld genomen gematigder zijn dan we in het verleden hebben gezien. De inflatie blijft voorlopig laag, maar tendeeft uiteindelijk richting de doelstelling van de centrale banken. Centrale banken zullen de komende jaren in een gematigd tempo het monetaire beleid normaliseren. De recente macro-economische ontwikkelingen zijn in lijn met dit basisscenario. In deze special blikken we vooruit op welke onderwerpen een belangrijke rol kunnen gaan spelen in 2018. Wederom is een hoofdrol weggelegd voor centrale banken. Maar er liggen ook nog enkele politieke hobbels in het verschiet. Daarnaast blijft een onverwachte opleving van de inflatie een belangrijk risico voor de financiële markten in 2018. Al met al groeit de wereldeconomie gestaag, normaliseren centrale banken het beleid in een traag tempo en zijn de verwachte rendementen laag.

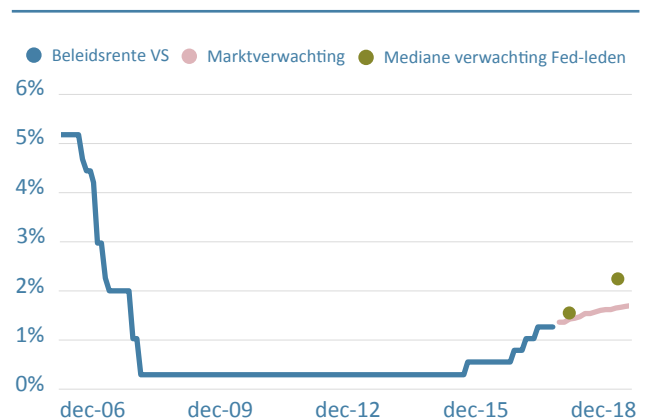
## Fed gaat verder met normalisatie beleidsrente

Van de belangrijke centrale banken is de Fed het meest ver gevorderd met de normalisatie van het monetaire beleid. Dit kalenderjaar verhoogde de Fed tweemaal de beleidsrente met 25 basispunten. In december verwachten we nog een renteverhoging waardoor de beleidsrente uitkomt op een niveau van 1,25% -1,5% (zie figuur 6). In 2018 verwachten we een continuering van dit beleid. De Fed zal volgend jaar de beleidsrente in een gematigd tempo verder optrekken. De snelheid waarmee dit gebeurt, is mede afhankelijk van de inflatieontwikkeling. Momenteel ligt deze nog steeds onder de doelstelling van de centrale bank, ondanks de gunstige economische ontwikkelingen.

De verwachting is dat de inflatie ook in 2018 beperkt blijft, al zijn er tekenen van looninflatie zichtbaar. De Fed zelf verwacht de beleidsrente in 2018 circa driemaal te verhogen. Financiële markten prijzen voorsnog een gematigder tempo in en rekenen op één à twee renteverhogingen. Ook de balansafbouw zal worden uitgebreid in 2018. De normalisatie van het Amerikaanse monetaire beleid heeft nog niet geleid tot een sterke stijging van de kapitaalmarktrente of tot onrust op de financiële markten. Het normalisatieproces vindt zeer geleidelijk plaats en de Fed probeert iedere verandering in het beleid goed te communiceren. De belangrijkste vraag is dan ook of de nieuwe voorzitter Jerome Powell dit beleid blijft volgen. Powell lijkt een veilige keuze omdat hij al lid is van het huidige beleidscomité en wat betreft standpunten dicht aanschurkt tegen Yellen. Er worden dan ook geen grote veranderingen verwacht. Het huidige beleid van gematigde normalisatie zal worden doorgezet.

## FIGUUR 6 DE FED VERHOOGT GESTAAG DE BELEIDSRENTE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



## ECB gaat door met stimuleren...

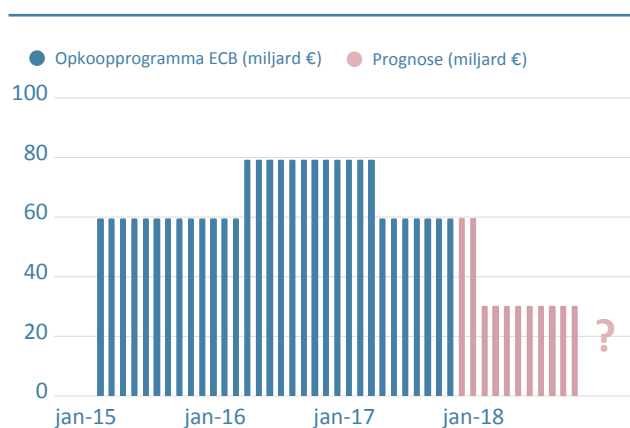
Waar de Fed de omvang van balans aan het terugbrengen is, koopt de ECB nog volop obligaties op. De ECB gaat in 2018 wel de omvang van het opkoopprogramma halveren (zie figuur 7). Wat daarna gebeurt, laat de ECB nog open. Vooralsnog zit er geen definitieve einddatum aan het opkoopprogramma. Indien het economische herstel doorzet, zal de ECB met het opkoopprogramma gaan stoppen. De route via een geleidelijke afbouw is het waarschijnlijkst, want abrupte stopzetting van het beleid kan leiden tot financiële en economische instabiliteit. Maar indien de situatie dat vereist, kan de looptijd van het programma verlengd en/of het maandelijks opkoopbedrag weer opgehoogd worden. Na afronding van het opkoopprogramma worden coupons en aflossingen nog voor langere tijd herbelegd. Per saldo zal de ECB-balans in 2018 dus verder groeien en in de periode daarna stabiel blijven. Balansreductie, waarmee de Fed recent is begonnen, is in de eurozone de komende jaren niet aan de orde.

3 Zie: Achmea IM Investment Letter, *Schriil Contrast*, september 2017

Ook van een verhoging van de beleidsrente is nog lang geen sprake. De beleidsrente zal nog geruime tijd laag blijven, ook nadat het opkoopprogramma is afgerond. Een renteverhoging in de eurozone vindt op zijn vroegst in 2019 plaats. Door de continuering van het opkoopprogramma gecombineerd met de belofte dat renteniveaus nog lang laag blijven, voert de ECB dus ook in 2018 nog steeds een zeer ruim monetair beleid. Volgens critici is dit beleid te ruim omdat de economie sterk is hersteld en steeds breder wordt gedragen door landen en sectoren. Wij onderschrijven deze kritiek. Daarnaast is van deflatie-angst geen sprake meer. Ondanks de aanzwellende tegenstand uit met name Duitsland, hebben de voorstanders van een ruim monetair beleid de overhand binnen de ECB.

### FIGUUR 7 OPKOOPPROGRAMMA ECB

Bron: Bloomberg, Achmea IM



#### ...en biedt ondersteuning aan financiële markten

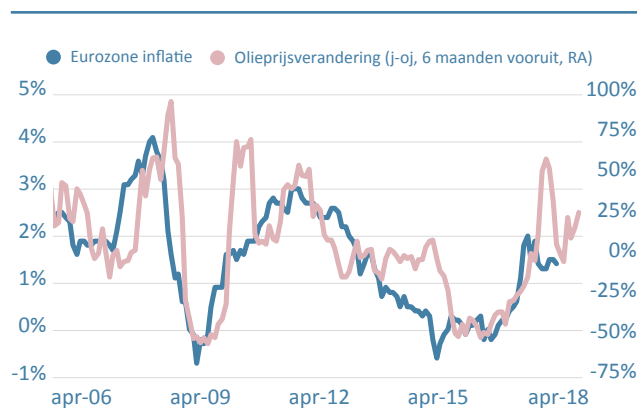
Dit betekent dat de financiële markten ook in 2018 kunnen profiteren van steun uit Frankfurt. Renteniveaus blijven naar verwachting laag. Ondanks de sterke cyclische opleving en de licht stijgende inflatie staat de Duitse kapitaalmarktrente nog steeds op een historisch laag niveau. Op middellange termijn verwachten wij een stijging van de Duitse 10-jaarsrente richting 2%, maar voorlopig lijkt de beweging omhoog beperkt te worden door het ECB-beleid. Renteniveaus in perifere landen ogen kwetsbaarder nu het opkoopprogramma wordt afgebouwd. Dit neemt niet weg dat de ECB per saldo blijft kopen en een bepaalde vrijheid heeft om risico-opslagen te sturen. Daarnaast kan bij een oprisping van de eurocrisis het opkoopprogramma weer worden uitgebreid. Ook verbetert de macro-economische situatie in de perifere landen. Kredietbeoordelaar S&P verhoogde recent onverwachts de kredietwaardigheid van Italië voor het eerst in 30 jaar. De grootste risico's voor de periferie zijn politiek van aard. Bedrijfsobligaties blijven profiteren van de opkoopwoede van de ECB. Momenteel besteedt de ECB ruim 10% van de maandelijkse € 60 miljard aan bedrijfsobligaties. Dus ook in 2018 biedt dit ondersteuning aan de kredietmarkten.

#### Onverwachte inflatie blijft belangrijk risico

Tot nu toe is de inflatie in de meeste landen laag gebleven. Dit kon deels verklaard worden omdat in de meeste economieën nog overcapaciteit was. Mede door de globalisering konden landen en bedrijven waar al wel krapte heerste gebruik maken van overcapaciteit in andere landen. Omdat de economie nu ook in een aantal voorheen achterblijvende Europese landen bovengemiddeld hard groeit, neemt de wereldwijde overcapaciteit af. In verschillende landen staat de werkloosheid op het laagste niveau in decennia. In de eurozone als geheel is dat nog niet het geval, maar de trend gaat duidelijk de goede kant op. Dit zou tot opwaartse druk op de lonen kunnen leiden, die vervolgens doorberekend wordt in de consumentenprijzen. Ook lijkt het erop dat de olieproducerende landen afspraken maken om in 2018 door te gaan met productiebeperkingen. Dit kan de olieprijs ondersteunen en zorgen voor opwaartse druk op de inflatie (zie figuur 8). Zo kan dus zowel vanuit de loonkant als vanuit de energieprijzen opwaartse inflatoire druk ontstaan in het komende jaar. Als dit vervolgens ertoe leidt dat de centrale banken het tempo van de normalisering van het monetair beleid gaan opschroeven, zouden de renteniveaus sterker kunnen oplopen dan nu wordt verwacht. Het Goudlokje-scenario zal dan snel ten einde komen. Hogere renteniveaus zullen dan de koersen van vele beleggingscategorieën onder druk zetten.

### FIGUUR 8 RELATIE OLIEPRIJS EN INFLATIE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



## Sluimerende geopolitieke risico's

De afgelopen maanden domineerde de 'Catalaanse kwestie' het nieuws. Na een officieus onafhankelijkheidsreferendum, dat werd gewonnen door de Catalaanse separatisten, ligt de centrale regering in Madrid op ramkoers met de autonome provincie Catalonië. Na de onafhankelijkheidsverklaring nam de Spaanse regering het gezag in Catalonië over en schreef het nieuwe verkiezingen uit op 21 december. De onrust in Spanje raakte de financiële markten nauwelijks. Spaanse beleggingen stonden slechts tijdelijk onder druk. De positieve macro-economische ontwikkeling en de ondersteuning van de ECB waren dominant. Zolang de economie sterk blijft en de ECB ondersteunend, hebben de politieke strubbelingen weinig impact of alleen kortetermijninvloed. De economie en het monetaire beleid zijn de belangrijkste drijvers achter de rendementen op de financiële markten geweest en blijven dat waarschijnlijk ook in 2018. Toch blijft Europa politiek gezien kwetsbaar. De eurozone-economie beleeft een cyclische opleving, maar de onderliggende muntunie is instabiel. En gezien de politieke ontwikkelingen van de

afgelopen maanden en jaren ligt verbetering op dit vlak niet voor de hand. Er is onvoldoende draagvlak voor verdere integratie naar een politieke en begrotingsunie binnen de eurozone. Alleen op het gebied van de bankenunie zijn concrete stappen gezet. De weerstand onder de bevolking tegen verdere integratie neemt toe en de trend naar meer onafhankelijkheid zet door. Zo wonnen EU-kritische partijen de Tsjechische verkiezingen, verloren in Duitsland de middenpartijen terrein, is Oostenrijk sceptischer geworden ten aanzien van de EU en stemden enkele regio's in Noord-Italië voor meer autonomie. In Brussel streven de politici stoïcijns naar federalisering, terwijl het draagvlak onder de bevolking verder afkalft. De verkiezingen in Italië worden de grootste politieke uitdaging in 2018. De eurosceptis in Italië is groot en Italië kampt nog steeds met diverse structurele problemen. Ondertussen verlopen de brexit-onderhandelingen stroef en is nu meer dan een jaar na het brexit-referendum nog steeds weinig concreet hoe de toekomstige relatie eruit komt te zien.

### Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in november 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 ontlenen. 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.