

Productiviteit is de sleutel tot economische groei

Langetermijnsenario's 2017 - 2020



Inhoud

Hoofdstuk 1 - Productiviteit verhogen voor economische groei	4
Productiviteitsgroei door de eeuwen heen	7
Productiviteitsgroei nu	10
De toekomst	11
Wat wij denken	11
Hoofdstuk 2 — Macro-economische verwachtingen	13
Verenigde Staten: Groei, maar einde cyclus komt in zicht	13
Europa: Op een tweesprong	17
Verenigd Koninkrijk: Keep calm and exit	23
Japan: Abenomics in de versnelling	27
China: De grote economische transitie	31
Opkomende markten	33
Hoofdstuk 3: Het negatieve en positieve scenario	35
Hoofdstuk 4 - Financiële markten en verwacht rendement 2017-2020	37
Hoofdstuk 5 - Samenstelling beleggingsportefeuille	46
Bijlage: Langetermijnsenario's in cijfers 2017 – 2020	47

Auteurs:

Iavor Botev
Jacob Vijverberg, CFA
Olaf van den Heuvel, CFA
Robert Jan van der Mark, CFA
Ruud Ramaekers
Tim Sterk, CFA
Hendrik Jan Tuch, CFA
Serdar Kucukakin
Jordy Hermanns
Boudewijn Schoon

Redactie:

Joost van Schagen
Thomas van Gameren

Redactieadres:

Aegonplein 6
2591 TV Den Haag
aamcommunications@aegon.nl
www.aegonassetmanagement.com/nl

Ontwerp:

Afdeling Creatie BV

Hoofdstuk 1 — Productiviteit verhogen voor economische groei

Wat we bespreken

Economische groei heeft de afgelopen decennia tot enorme voorspoed voor miljoenen mensen geleid. Een van de belangrijke motoren van deze groei, een ruime hoeveelheid arbeid, is aan het stilvallen. Een groeiende productiviteit zou de gevolgen van een krimpende beroepsbevolking kunnen opvangen. Productiviteitsgroei staat centraal in de eerste sectie van deze langetermijnsenario's. Eerst gaan we dieper in op de evolutie van productiviteit, op de huidige productiviteit en de zogenaamde productiviteitspuzzel. Ook besteden we aandacht aan de uitdagingen rondom het meten van productiviteit. Vervolgens kijken we naar de toekomstscenario's voor productiviteitsgroei. In de tweede sectie komen onze macro-economische vooruitzichten voor de komende vier jaar aan bod. We gaan in op de belangrijkste ontwikkelingen in de verschillende regio's. Dit deel wordt gevolgd door onze verwachte rendementen voor de jaren 2017 tot en met 2020. In de laatste sectie maken we de vertaalslag van verwachte rendementen op onze dynamische asset allocatie.

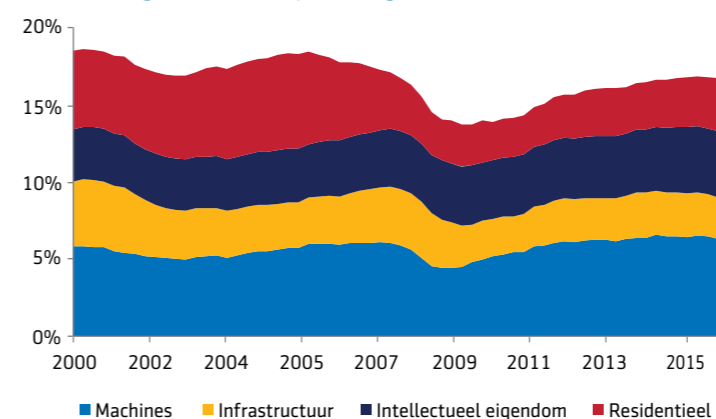
Het belang van groei

Economische groei is op verschillende manieren belangrijk binnen ons economische en sociale systeem. Mensen leiden een beter en gezonder leven waardoor schulden houdbaar zijn geworden. Veel onrust in de westerse wereld lijkt ook zijn oorsprong te vinden in ontevredenheid over de welvaart. Momenteel is de economische groei in de wereld laag, met spanningen en onzekerheden tot gevolg. Aangepast voor inflatie lijken veel inkomens niet gestegen de afgelopen decennia. Positiever is de enorme ontwikkeling gedurende de afgelopen decennia in China. Door krachtige economische groei is het gelukt om honderden miljoenen mensen vanuit absolute armoede naar een bestaan boven de armoede grens te leiden. Voor vele andere mensen is het echter nog niet zover en dus blijft groei belangrijk om de levensstandaard te verbeteren. Daarnaast moet de enorme rekening van de vergrijzing betaald worden.

Tegenwind voor de economische groei

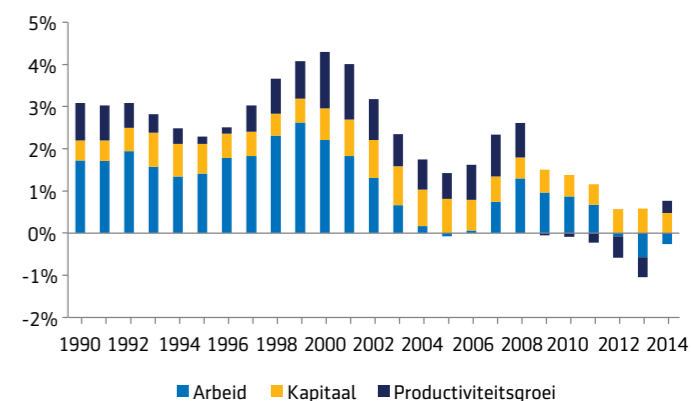
Omdat economische groei ons dagelijks leven op vele manieren beïnvloedt proberen economen dit fenomeen te duiden. Over het algemeen gebruiken ze allemaal dezelfde componenten om economische groei te verklaren: arbeid, kapitaal en productiviteit. De component arbeid gaat de lage groei niet ondersteunen. Zoals besproken in eerdere langetermijnsenario's zal de groei in arbeid de komende decennia door de vergrijzing negatief zijn in grote delen van de wereld. Tegelijkertijd heeft monetair beleid geld extreem goedkoop gemaakt, mede hierdoor liggen de investeringen in grote delen van de wereld op het pre-crisis niveau. Wel is in figuur 1 zichtbaar dat de investeringen in woningen zijn teruggezakt. Deze terugval is verklaarbaar aangezien er voor de crisis een luchtbel in de huizenmarkt was ontstaan, en dus is het niet verrassend dat die sector nu wat achterblijft. Een sterke groei van investeringen ter ondersteuning van de groei door de factor kapitaal is daarmee niet direct te verwachten. Productiviteitsgroei is dus het noodzakelijke component om echte groei te creëren.

Figuur 1: Bruto kapitaal investeringen
(Verenigde Staten, als percentage van BBP)



Bron: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Figuur 2: Componenten van BBP groei
(Nederland, 5-jaars gemiddelde, in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Conference Board, OECD

In Figuur 2 is economische groei uitgesplitst naar arbeid, kapitaal en productiviteitsgroei. Hierin is duidelijk te zien dat de totale groei lager is, en dat dit voor een deel verklaard kan worden door het wegvallen van de voorheen positieve arbeidseffecten. Het wordt niet verwacht dat deze trend structureel zal veranderen. Het kapitaal component is relatief stabiel. Productiviteitsgroei is volatieler en zal in de toekomst vaker de groei van de economie gaan bepalen. De data in figuur 2 heeft betrekking op Nederland, maar een soortgelijke ontwikkeling is zichtbaar in de meeste ontwikkelde landen.

Economische groei hangt af van productiviteitsgroei

Het is de vraag of de productiviteitsgroei voldoende is om het achterblijven van de twee andere factoren te compenseren. Als de productiviteit de komende jaren blijft stijgen met de gemiddelde groei van de afgelopen 50 jaar, dan zal de gemiddelde economische groei van de economie afnemen van 3.6% naar 2.1%. Dit betekent dat de productiviteitsgroei beduidend hoger moet liggen dan de gemiddelde groei van de afgelopen 50 jaar om de demografische verandering te compenseren. De vraag is of zulke groeicijfers haalbaar zijn.

Vanaf 1300 tot het jaar 1750 lag de economische groei op een laag niveau. Economische historici schatten de reële groei op 0.2% per jaar. Daarna volgde een trendbreuk, die werd veroorzaakt door een drietal industriële revoluties, waardoor de reële groei opveerde.

Productiviteitsgroei door de eeuwen heen

Productiviteitsgroei door de eeuwen heen

Om een beeld te krijgen bij het concept productiviteit is het interessant om het historisch verloop van productiviteit door de eeuwen heen te analyseren. Wat heeft onze productiviteit verbeterd en welke verbeteringen hebben ons geholpen om tot ons huidige welvaartsniveau te komen. Hierover zijn verschillende interessante artikelen geschreven. Vooral het artikel van Robert Gordon biedt een goede beschrijving vanaf het jaar 1300 tot het heden. Het artikel baseert zich op Britse data van 1300 tot 1906 en vanaf 1906 op data uit de Verenigde Staten.

De 1e industriële revolutie

Tussen 1750 en 1830 vond de 1e industriële revolutie plaats. Gedurende deze periode vonden belangrijke uitvindingen plaats; de stoommachine was de meest baanbrekende uitvinding, die in de navolgende periode vele industriële toepassingen kreeg. Ook de uitvinding van de katoen-spinmachine (Spinning Jenny, 1764), die goedkope massaproductie mogelijk maakte, spoorwegen en de stoomboot vonden hun oorsprong in deze periode.

De 2e industriële revolutie

De 2e industriële revolutie vond plaats tussen 1870 en 1900, binnen deze korte periode werden enkele uitvindingen gedaan, die tot op heden het grootste verschil in onze levensstandaard hebben gemaakt. De elektrische gloeilamp en een werkbare verbrandingsmotor werden uitgevonden in een periode van drie maanden in 1879. Het gemeentelijke waterleidingnetwerk, dat zorgt voor vers stromend water naar stedelijke woningen, vertienvoudigde in omvang tussen 1870 en 1900. Ook de telefoon en bewegende beelden zijn uitgevonden in de jaren '80 van de 19e eeuw. In navolging op de grote ontdekkingen van de 2e industriële revolutie volgden een veelvoud aan complementaire uitvindingen, van de auto en het vliegtuig, snelwegen, allerlei elektrisch apparaten tot riolen om het afvalwater af te voeren. In de periode tot 1929 kwamen deze nieuwe vindingen in stedelijk Amerika beschikbaar.

De effecten van deze uitvindingen kunnen worden gegroepeerd door de specifieke impact die ze had op dierlijke en menselijke inspanning. Motorkracht verving dierkracht, hierdoor werd transport veel efficiënter. De lopende kosten, vooral gerelateerd aan de verzorging van het paard, daalden flink en daarnaast verdween het onhygiënische werk van de mensen die het afval van de paarden moesten verwijderen. Maar het grootste ongemak in de 19e eeuw was het ontbreken van stromend water. Elke druppel water voor de was, bereiding van de maaltijd en voor het toilet moest worden opgehaald door de huisvrouw, vervolgens moest zij het afvalwater zelf weer afvoeren. In 1885 liep de gemiddelde huisvrouw in North Carolina 148 mijl per jaar, waarbij 35 ton aan water moeten worden opgehaald en deels weer afgevoerd. De uitvinding van stromend water en sanitaire voorzieningen was in die periode een bevrijding van de vrouw. De vrijgekomen tijd kon aan andere productieve zaken worden besteed. Het gebrek aan sanitaire voorzieningen en hygiëne had ook een flinke impact op de gezondheid. De levensverwachting was in 1870 slechts 45 jaar, terwijl deze nu rond de 80 jaar ligt.

De 3e industriële revolutie

De 3e industriële revolutie begon met de introductie van de eerste commerciële toepassingen van computers in de jaren '60 en de daarop voortbordurende ontwikkeling van het internet vanaf de jaren '90. Aanvankelijk werden de voordelen van computers vergeleken met de stoommachine, de verbrandingsmotor en de elektromotor, door de veelzijdige voordelen van het vervangen van menselijke inspanning, waardoor banen eenvoudiger, minder saai, en minder repetitief werden. Veel van de werkbesparende impact van computers is al lang geleden opgetreden.

Toepassingen van de computer volgden elkaar vanaf de jaren '60 in snel tempo op. De eerste industriële robot werd geïntroduceerd door General Motors in 1961. De baan van telefoniste verdween in de jaren 1960. Tevens begonnen telefoonmaatschappijen met het maken van de facturen met stapels ponskaarten. Ook bankafschriften en verzekeringen werden al snel met de computer gegenereerd. Luchtvaartmaatschappij introduceerden reserveringssystemen in de jaren '70 en '80, de streepjescode en de geldautomaat verspreidde zich door de retail- en bankensector. Ouderwetse mechanische rekenmachines werden vervangen door elektronische rekenmachines. De eerste personal computers werden geïntroduceerd in de vroege jaren '80 met tekstverwerker en spreadsheets. Tekstverwerkingssoftware maakte de productie van repetitieve teksten veel efficiënter, terwijl spreadsheets herhaalde berekeningen kon automatiseren.

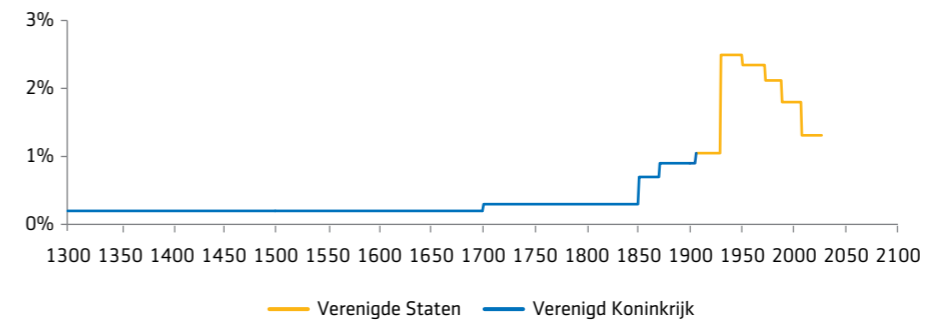
"De wet van Moore", die stelt dat de capaciteit van computers elke twee jaar verdubbeld, zorgt voor expansieve groeimogelijkheden van dataopslag, dataverwerking en toenemende complexiteit van de ontwikkelde software. Vanaf 1995 kwam daar de snelle ontwikkeling van het internet en e-commerce bij. Hierdoor volgde een nieuwe efficiëntieslag met betrekking tot het delen van informatie en de baanbrekende mogelijkheden voor het op een efficiënte manier bereiken van afnemers of leveranciers van producten en diensten.

Zijn de afgelopen 250 jaar dus een unieke periode in de menselijke geschiedenis of zullen we in staat blijken om te blijven innoveren?



Grote historische veranderingen, waardoor beroepen verdwenen, zorgden meestal voor een productiviteitsgroei. Want het besteedbaar inkomen nam toe, waardoor consumptie (en dus productie en werkgelegenheid) ook steeg.

Figuur 3: Reële groei BBP per capita*
(in percent, samenvoeging data Verenigde Staten en Verenigd Koninkrijk)



*Britse data voor 1300 tot 1870 is afkomstig uit Broadberry et al. (2010) en is ratio gelinkt aan Maddison's data voor het Verenigd Koninkrijk tot 1906. Data voor de Verenigde Staten is gebaseerd op NIPA tabel 1.1.6 tot 1929 en is ratio-gelinkt aan jaarlijkse BBP data van Balke-Gordon (1989). De klassieke studie naar lange-termijn groei is van Kremer (1993).

Bron: Robert Gordon

Verdwenen en verdwijnende beroepen

Onderzoek van Robert Gordon toont aan dat er vanaf de 18e eeuw een trendbreuk in productiviteitsgroei waarneembaar is. De eerste industriële revolutie, toen de stoommachine ontwikkeld werd, zorgde ervoor dat het productieproces efficiënter werd. Na de eerste industriële revolutie, volgde de tweede en derde revolutie, waardoor het productieproces constant in verandering was. Een goede manier om deze verandering duidelijk te maken, is door te bekijken welke beroepen verdwenen zijn.

De telegrambesteller verdween letterlijk uit het straatbeeld. In 1852 verzorgde de Rijkstelegraaf, de voorloper van de PTT, het eerste telegram verkeer in Nederland. De Rijkstelegraaf nam de telegrammen aan, verstuurde en bezorgde de telegram. Door de opkomst van email, telefonie en SMS is de telegram in onbruik geraakt. Een ander beroep dat vervangen is door moderne technieken is het beroep van de porder. De porder was een soort van wekservice. Voor de komst van wekkers ging de porder langs de deuren en tikte met een stok op het slaapkamerraam om de klanten te ontwakken. De tijd dat de lantaarnopstekers iedere avond de straatverlichting handmatig inschakelden ligt ook ver achter ons.

Het moge duidelijk zijn dat innovatie en technische vooruitgang, zoals de ontwikkeling van digitale communicatie, en de uitvinding van de wekker en elektrische straatverlichting, ervoor gezorgd heeft dat we productiever werken en een gemakkelijker leven kunnen leiden. De veranderingen zorgden niet voor langdurige werkloosheid, aangezien door de productiviteitsgroei het besteedbaar inkomen toenam, waardoor consumptie (en dus productie en werkgelegenheid) ook steeg.

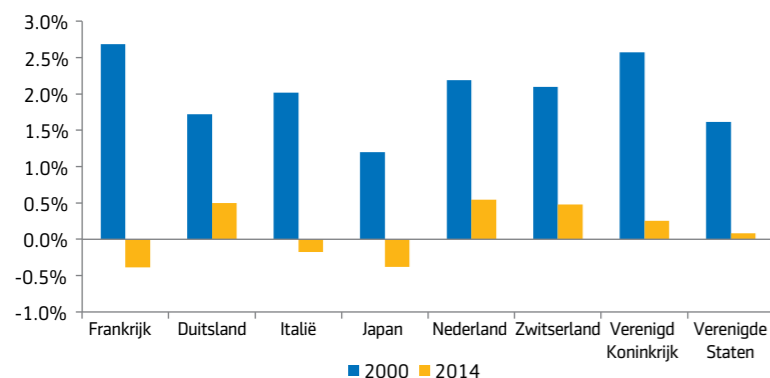
Het populaire tijdschrift "the Economist" heeft onderzoek gedaan naar de "overlevingskans" van beroepen. Therapeuten, tandartsen en sportinstructeurs hebben de grootste overlevingskans. Telemarketeers en accountants hebben een minder goed vooruitzicht en scoren het slechts. Het werk van acteurs en piloten is niet gemakkelijk te vervangen door computers. Deze beroepen bevinden zich in het midden van het spectrum. De Universiteit van Oxford voerde een soortgelijk onderzoek uit. De onderzoekers beschrijven dat we pas in de eerste fase van de technologische ontwikkeling zitten en dat er nog veel vooruitgang geboekt zal worden op het gebied van Machine Learning en Big Data. Dit betekent dat computers steeds vaker niet routine arbeid kunnen gaan verrichten. Volgens de onderzoekers is er een "grote waarschijnlijkheid" dat 47% van alle huidige banen in de Verenigde Staten vervangen kan worden door computers binnen een tijdsbestek van ongeveer 20 jaar. Vooral werknemers in de transport en logistieke sector lopen het risico hun baan te verliezen. Dit geldt ook voor een groot deel van kantoorbanen. Een recent voorbeeld is de ontwikkeling van robot "Eve". Eve doet onderzoek naar nieuwe medicijnen en maakt gebruik van kunstmatige intelligentie om te leren van historische data. Hierdoor zijn er niet langer grote hoeveelheden laboranten nodig tijdens het eerste traject van het onderzoek naar nieuwe medicijnen.

Productiviteitsgroei nu

Het productiviteits raadsel

De afgelopen twintig jaar is de productiviteitsgroei gedaald naar nog geen half procent per jaar. Deze daling is zichtbaar in bijna alle landen. Dit gegeven gaat tegen ons gevoel in omdat we de laatste jaren zoveel technologische verbeteringen hebben gezien. We hebben internet en smartphones, bij bedrijven nemen robots en IT een steeds grotere rol in, waarbij steeds meer taken worden geautomatiseerd. Het is daarom lastiger te begrijpen dat de productiviteitsgroei substantieel is afgenomen. Econoom Solow zei hierover al in 1987; "we zien computers overal, behalve in de productiviteitscijfers".

Figuur 4: Productiviteitsgroei (in procent)



Bron: OECD

Er zijn verscheidene verklaringen voor de lage productiviteit, waaronder (i) de gevolgen van een zeer lage rente, (ii) de verschuiving van productie naar diensten en (iii) de meetproblemen rond productiviteit.

Misallocatie van arbeid en kapitaal

Een interessante verklaring voor het uitblijven van productiviteitsgroei is dat deze het gevolg is van financiële zeepbellen en de kredietcrisis die hierop volgde. Na de crisis is de rente verlaagd. Door de lage rente zijn laag renderende projecten, bedrijven en sectoren in leven gehouden. Een gevolg hiervan is dat overcapaciteit in stand blijft met negatieve gevolgen voor eventuele vernieuwende projecten. Belangrijke internationale organisaties, zoals de Bank for International Settlements, zijn dan ook van mening dat dit negatieve effecten heeft op productiviteitsgroei.

Verschuiving van productie naar diensten

Ook kan de verschuiving van productie naar diensten zorgen voor lagere productiviteitsgroei. Veel van de recente werkgelegenheids-groei in de Verenigde Staten vond bijvoorbeeld plaats in de restaurantsector. In deze dienstensector is het echter erg lastig om veel productiever te werken. Een ober die nu tien tafels bedient kan er volgend jaar niet 100 doen. Deze transitie naar een service economie beperkt de mogelijkheid om een hoge productiviteitsgroei voor de economie als geheel te realiseren.

Meetproblemen

Veel academici wijzen op de meetproblemen voor productiviteit. Om de productiviteit van een economie te bepalen moeten we de waarde van de productie van goederen en de waarde van diensten optellen. Daarom wordt er bij de officiële statistieken gebruik gemaakt van de totale waarde van de economie, dus een optelling van goederen en diensten, gedeeld door de input factoren arbeid en kapitaal.

Soms is productiviteit gemakkelijk te meten. Bijvoorbeeld, als een kapper de klanten sneller kan knippen, dan kunnen er meer klanten geholpen worden in een bepaalde tijdsperiode. Dit is een duidelijk voorbeeld van een groei van productiviteit. Vaak is het echter lastig om productiviteit te meten, bijvoorbeeld bij veel nieuwe digitale diensten.

De traditionele manier waarop we productiviteit bepalen is niet zondermeer geschikt om alle vormen van innovatie en vooruitgang te meten. Veel nieuwe producten die worden geproduceerd door IT start-ups, zoals apps, zijn goedkoop of zelfs gratis. Deze producten, ook al maken ze het dagelijks leven gemakkelijker, worden niet meegerekend in de "totale economische waarde", en hebben dus geen positief effect op productiviteit. In andere woorden, diensten worden alleen meegerekend in de productiviteits formule als er voor die diensten betaald wordt. Dit kunnen we zien als een slechte methodologie, maar het kan simpelweg ook tijd kosten voordat de effecten van de innovatie doorgedrongen zijn in de 'betalende' economie.

De toekomst

Optimisten en pessimisten

De huidige lage productiviteitsgroei is niet voldoende om veel van de onzekerheden en problemen weg te nemen. De eerder beschreven historische context lijkt aan te geven dat we een nieuwe doorbraak nodig hebben om productiviteit te stimuleren. Een uitgebreide studie van bestaande academische discussies over dit onderwerp laat zien dat er twee visies op de toekomst lijken te zijn. Pessimisten zeggen dat de grootste vooruitgang achter de rug is en dat we moeten leren leven met lage productiviteit en economische groei. Optimisten geloven in een toekomst waarin de productiviteit flink omhoog gaat.

De pessimisten, waaronder Robert Gordon, zeggen dat recente uitvindingen veel minder belangrijk zijn dan die in de 19e en begin 20e eeuw. Ze argumenteren dat je slechts éénmalig de levensverwachting kan verhogen van 50 naar bijna 80 jaar en dat je één keer de gemiddelde reissnelheid kan verhogen van de snelheid van een paard naar de auto. Verdere verbeteringen worden daarna steeds moeilijker en hebben een steeds marginaler effect. Gordon's belangrijkste argument is dat innovaties zoals centrale verwarming, riolering, antibiotica en vliegtuigen slechts één keer plaatsvinden. Verdere verbeteringen, zoals energiezuinige vliegtuigen, zijn slechts kleine verbeteringen die niet tot significant meer productiviteit leiden.

Het probleem met Gordon's redenering is dat al vele malen het einde van verbeteringen is aangekondigd. Western Union beschreef in 1876 dat de telefoon teveel tekortkomingen had om een goed communicatiemiddel te worden en IBM dacht in 1943 dat de wereldwijde markt genoeg had aan vijf computers. Deze voorspellingen bleken spectaculair verkeerd.

De optimisten, zoals bijvoorbeeld Erik Brynjolfsson en Andrew McAfee – twee professoren aan het MIT – zijn digitale optimisten en beweren dat het beste nog komt! Verdere integratie van robotisering en digitalisering kunnen zorgen voor enorme sprongen in onze levensstandaard. Optimisten vinden vaak ook dat productiviteit niet goed gemeten wordt, en dat de huidige productiviteitsgroei in werkelijkheid helemaal niet zo laag is. Daarnaast is weinig fantasie nodig om mogelijke grote productiviteitsdoorbraken te verzinnen; wat bijvoorbeeld als het wetenschappers lukt om kernfusie werkend te krijgen. Hier wordt al jaren hard aan gewerkt. Dit zou een praktisch oneindige en schone bron van energie kunnen opleveren. Of wat als robots ons nog meer werk uit handen nemen, zoals het bezorgen van vracht en pakketjes, huishoudelijke taken, het verzorgen van mensen en het stellen van medische diagnoses.

Waar de pessimisten er in het verleden vaak naast zaten, waren de voorspellingen van de optimisten ook niet altijd accuraat. In 1930 verwachtte John Maynard Keynes dat productiviteitsgroei het mogelijk zou maken dat zijn kleinkinderen in een wereld zouden werken waar een werkweek van vijftien uur normaal is. Het is duidelijk dat de voorspellingen van Keynes niet zijn uitgekomen, aangezien een werkweek van 15 uur niet de norm is.

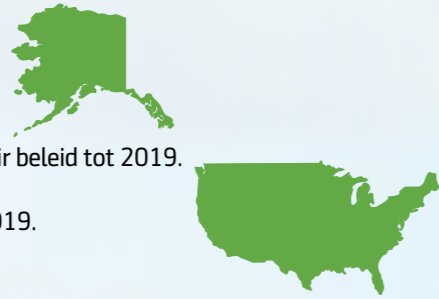
Wat wij denken

Een nieuwe grote doorbraak is moeilijk te voorspellen, maar er zijn tal van toepassingen te bedenken, zoals zelfsturende auto's en efficiënter energiegebruik die ongetwijfeld een grote rol gaan spelen. Deze ontwikkelingen zullen capaciteit vrijspelen die elders weer ingezet kunnen worden, waardoor de economieën kunnen groeien. Het betekent wel dat er veel flexibiliteit en aanpassingsvermogen gevraagd wordt van grote groepen mensen. Mensen die hun baan kwijtraken aan robotisering of aan bijvoorbeeld zelfrijdende technologie zullen een nieuw vak moeten leren. Dit gaat een grote uitdaging worden en vraagt veel van de gehele maatschappij. Tegelijkertijd hebben we in het historische overzicht gezien dat dit een constante uitdaging is.

Op middellange termijn verwachten we dat de overheidsuitgaven wereldwijd wat zullen aantrekken. De grote monetaire experimenten van de afgelopen jaren hebben qua economische groei en inflatie nog niet gebracht wat verwacht was, waardoor de roep om fiscale expansie overal gehoord wordt. Deze extra investeringen in de economie kunnen de productiviteit verhogen tot het niveau van voor de crisis. Investerings die echt de productiviteit kunnen bevorderen zoals onderwijs en wellicht infrastructuur hebben een zeer lange tijd nodig om effect te hebben. Ook moeten overheden onderzoek stimuleren. Eerder dit jaar sprak president Obama de ambitie uit om een project op te starten met als doel het vinden van een geneesmiddel voor kanker. Daarnaast is weinig fantasie nodig om mogelijke grote doorbraken te verzinnen; bijvoorbeeld het werkend krijgen van kernfusie, waardoor er een praktisch oneindige en schone bron van energie kan ontstaan. Zulke baanbrekende ontdekkingen zullen de wereldwijde economie op vele manieren beïnvloeden.

Verenigde Staten

- Economische groei in 2017 en 2018.
- Werkloosheid daalt en verkrappend monetair beleid tot 2019.
- De economische cyclus loopt ten einde in 2019.



We use our investment management expertise to help people achieve a lifetime of financial security.

Hoofdstuk 2 — Macro-economische verwachtingen

Het basisscenario

In ons basisscenario voor 2017 – 2020 kijken we naar een aantal macro-economische ontwikkelingen die ten grondslag liggen aan de verwachte rendementen. Zo kijken we naar de economie van de Verenigde Staten, waar we de komende twee jaar nog groei verwachten maar in 2019 een milde recessie. Dit beïnvloedt ook de andere economieën zoals die van Europa, Groot-Brittannië en Japan. Groot-Brittannië ondervindt daarnaast de negatieve effecten van de Brexit. Die effecten zijn goed zichtbaar in onze negatieve groeicijfers voor 2017. In China gaan we uit van een stabiele afnemende economische groei die hoort bij de transitie die het land doormaakt. Van een industrie gedreven economie naar een consumptie gedreven economie.

Verenigde Staten: Groei, maar einde cyclus komt in zicht

Door de in 2008 en 2009 doorgevoerde hervormingen van het Amerikaanse financiële stelsel, heeft de economie goed de ruimte gehad om te herstellen. Sinds het einde van de crisis is de Amerikaanse economie gestaag gegroeid met ongeveer 2 tot 2,5% per jaar, waardoor de economie nu meer dan 10% groter is dan voor de kredietcrisis. Dat voorspoedige herstel is daarnaast te danken aan de flexibiliteit van de arbeidsmarkt en het ruime monetaire beleid. De Fed is dat ruime monetaire beleid zeer geleidelijk aan het verkrappen. Zo werd het opkoopprogramma afgebouwd en de rente eind 2015 met 25 basispunten verhoogd.

Gemaakte investeringen helpen productiviteit

De groei in kapitaal hangt af van het niveau van investeringen. Het investeringsniveau is nu lager dan het niveau van investeringen voor de kredietcrisis. Dit lagere niveau wordt vooral veroorzaakt door de afname in “residentiële” investeringen. Deze zijn lager aangezien er voor de crisis een periode plaatsvond van excessieve woningbouw. Nu zijn banken voorzichtiger met het verstrekken van hypotheekleningen. Daarnaast heeft het jaren geduurd om het overaanbod weg te werken. Relevanter is, is dat investeringen in machines, infrastructuur en in intellectueel eigendom relatief hoog zijn. Die investeringen zijn vooral belangrijk om het productiviteitsniveau van de economie te verhogen. We denken daarom dat investeringen geen rem vormen op de economische groei.

Figuur 5: Hypotheekaanvragen Verenigde Staten (index, 1990=100)



Bron: Bloomberg, Mortgage Bankers Association

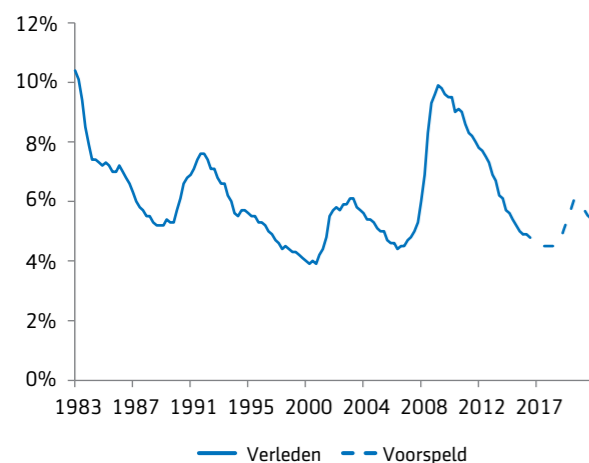
Ontwikkelingen op de arbeidsmarkt

Sinds 2010 is de economische groei in de VS ongeveer gelijk geweest aan de groei in arbeid – een constante 2% per jaar. Die groei is een stuk hoger afgezet tegen de groei in de beroepsbevolking. Dit is terug te zien in het werkloosheidspercentage dat is gedaald van 10% in 2009 naar minder dan 5% nu. De vraag is hoe lang de arbeidsmarkt met dit tempo kan doorgroeien.

In ons scenario groeit de vraag naar arbeid de komende periode, met ongeveer 2.5 miljoen banen per jaar. Daartegenover staat een groei in het arbeidsaanbod. Het arbeidsaanbod kan op een paar manieren toenemen. Ten eerste kan het aanbod groeien doordat mensen die de hoop op een baan hadden opgegeven toch weer beschikbaar komen op de arbeidsmarkt. Wij schatten dat het arbeidsaanbod hierdoor toeneemt met ongeveer 2 miljoen mensen. Ten tweede kan het arbeidsaanbod stijgen doordat een deel van de mensen met een part-time baan een full-time baan neemt. Ten derde kan de arbeidsmarkt groeien doordat het werkloosheidspercentage nog iets verder daalt. Al met al verwachten we dat er de komende twee jaar voldoende arbeidsaanbod is om aan de vraag te voldoen. Dit betekent dat de groei van de arbeidsmarkt nog ongeveer twee jaar kan aanhouden.

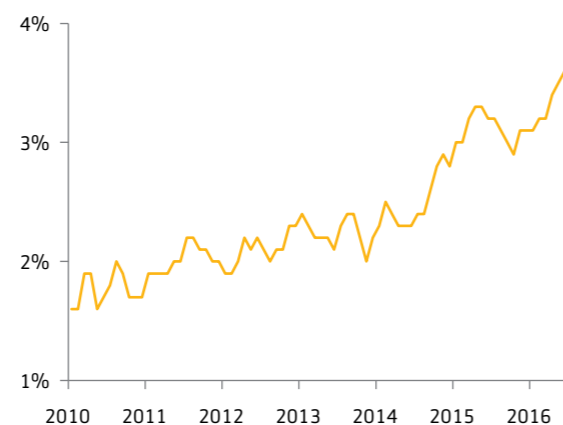
Wanneer steeds meer mensen een baan hebben, zal het voor werkgevers moeilijker worden om geschikt personeel te vinden. Daarom zullen ze de lonen moeten verhogen. Zoals te zien is in figuur 7 beginnen lonen langzaam al wat harder te stijgen. We verwachten dat dit patroon zal versnellen naarmate de arbeidsmarkt krappere wordt.

Figuur 6: Werkloosheid Verenigde Staten (als percentage van de beroepsbevolking)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Figuur 7: Loonontwikkeling Verenigde Staten (loongroei, moving average)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, Federal Reserve Bank of Atlanta

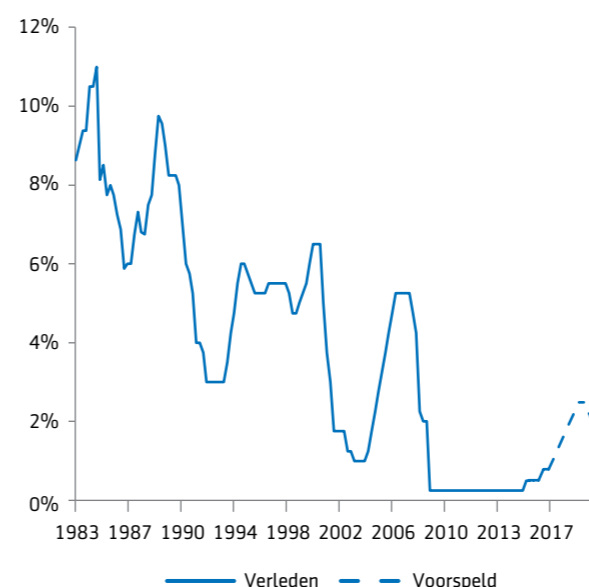
Inflatie en monetair beleid

De aantrekkende looninflatie zorgt er ook voor dat bredere maatstaven van inflatie gaan oplopen. Waardoor de Amerikaanse centrale bank (de Fed) de rente langzaam gaat verhogen. De Fed is de afgelopen jaren terecht zeer voorzichtig geweest. Nu zullen de stijgende lonen en de stijgende inflatie naar verwachting de komende jaren voldoende comfort geven om toch de rente verder te verhogen. De centrale bank renteverwachting voor eind 2017 is 1.5% waarna de rente in 2018 verder zal toenemen tot 2.25%. Eind 2017 verwachten we dat de economische cyclus in de Verenigde Staten het hoogtepunt heeft bereikt, na twee jaren van een groei van rond de 2% in 2017 en 2018, waarna de groei zal afzwakken.

Milde recessie

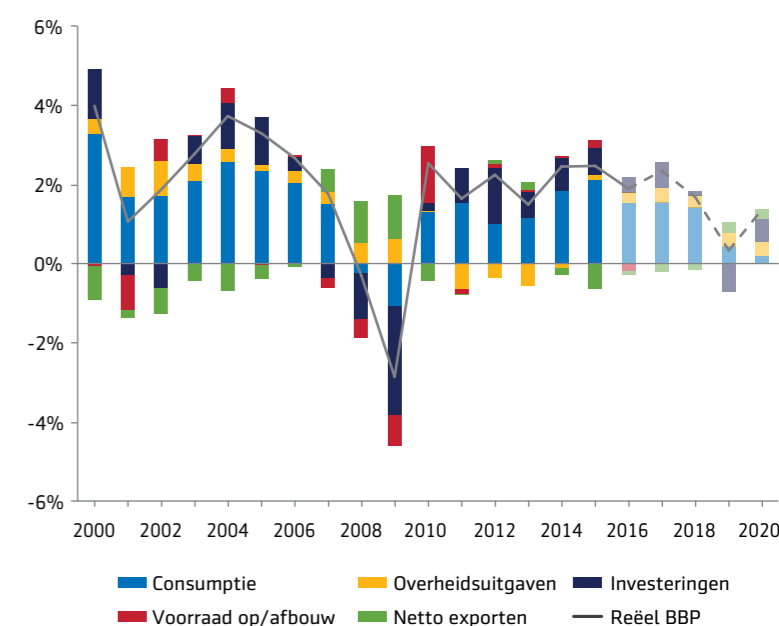
De groei in kapitaal hangt af van het niveau van investeringen. Hoewel het investeringsniveau nu lager is dan het niveau van voor de kredietcrisis, denken wij niet dat de investeringen een rem vormen op de economische groei in de komende jaren. Het lagere niveau van investeringen wordt vooral veroorzaakt door investeringen in woningen, terwijl de investeringen in machines, infrastructuur en in intellectueel eigendom relatief hoog zijn. Die investeringen zijn vooral belangrijk om het productiviteitsniveau van de economie te verhogen. Een hogere rente heeft grote economische gevolgen. De economie is gewend geraakt aan zeer lage rentes. Hierdoor zijn vastgoedprijzen wederom gestegen. Daarnaast zijn bedrijven steeds meer gaan lenen. Door de lage rente is dit betaalbaar, maar mocht de rente stijgen dan zullen bedrijven investeringen moeten terugschroeven. Dit is een standaard economische cyclus waarbij de centrale bank de economie afkoelt. Helemaal geleidelijk gaat dit nooit en in ons basisscenario gaan we uit van een milde recessie in de Verenigde Staten aan het begin van 2019. Als reactie verwachten wij dat de Fed in 2019 het monetaire beleid versoepelt waardoor de rente daalt tot tot 1.25% en 0.75% in 2019 en 2020, respectievelijk. Tijdens deze economische neergang loopt de werkloosheid op tot 6%. Eind 2019 komt de recessie ten einde en vindt de Amerikaanse economie in 2020 weer de weg naar groei.

Figuur 8: Rente Verenigde Staten (beleidsrente Federal Reserve, in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Figuur 9: Componenten van BBP Verenigde Staten (groei nominaal BBP, in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Europa

- Ruim monetair beleid tot 2020.
- Positieve cyclische effecten: groei in 2017 - 2018.
- Recessie in 2019 door wereldwijde vertraging.

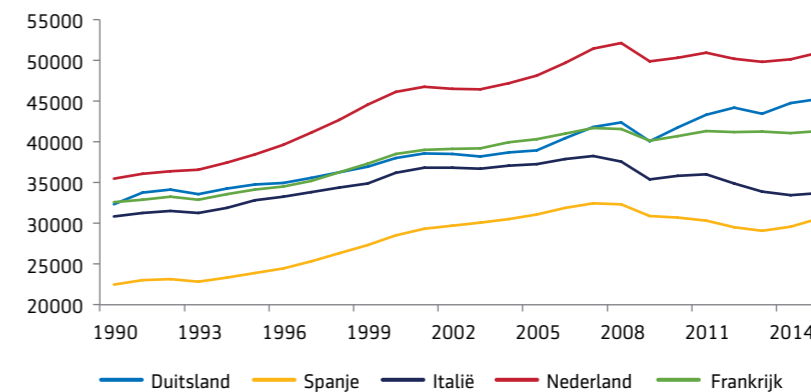


Europa: Op een tweesprong

Na de financiële crisis ondervond de Europese economie negatieve effecten van de schulden-crisis. Ook bleken overheden niet in staat om hervormingen door te voeren. Hierdoor duurde het langer voordat de economie kon herstellen en de Europese economische cyclus op dit moment minder ver gevorderd is dan de Amerikaanse.

Europa kampt met grote verschillen binnen de unie. Zo zijn de huidige verschillen in welvaart de laatste jaren alleen maar groter geworden, dit is te zien in figuur 10. In de jaren negentig kenden Duitsland, Frankrijk en Italië een vergelijkbaar welvaartsniveau. Italië vertraagde aan het begin van deze eeuw en het verschil met Duitsland is steeds groter geworden. Ook Frankrijk kan sinds 2008 het groeitempo van Duitsland niet langer bijbenen. Aardig om te zien is dat Spanje vanaf de jaren negentig tot 2008 harder groeide dan andere landen. Geholpen door het optimisme rond de hoge groei werden veel schulden aangegaan en werd teveel geïnvesteerd in vastgoed. Hier moest Spanje de rekening voor betalen tussen 2008 en 2012. Sinds een aantal jaar groeit de Spaanse economie weer goed.

Figuur 10: BBP per capita
(in USD, constante prijzen - 2010)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, Wereldbank

Hervormingen sleutel tot toename welvaart

Een van de oorzaken van de opgelopen welvaartsverschillen is de mate van economische hervormingen. Duitsland heeft de laatste decennia verschillende hervormingen doorgevoerd terwijl Italië en Frankrijk dit hebben nagelaten. Daarnaast vertragen hoge schuldenlasten het herstel. In Spanje vormden de schulden gerelateerd aan vastgoed een groot probleem, terwijl Italië veel staatsschuld heeft. Daarnaast heeft Italië de banken nooit geherkapitaliseerd waardoor deze de groei niet kunnen ondersteunen. Ook worden deze verschillen versterkt door het gemeenschappelijke monetaire beleid binnen de eurozone. Hierdoor is het niet langer mogelijk om de valuta op nationaal niveau te beïnvloeden, met als gevolg dat aanpassingsprocessen langer duren en pijnlijker zijn.

Structurele tegenwind, cyclisch voor de wind

De trendgroei in Europa ligt een stuk lager dan twee decennia geleden. Dit komt met name door demografische effecten. In de jaren negentig groeide de beroepsbevolking met ongeveer 0.4%, terwijl de beroepsbevolking nu krimpt met ongeveer 0.5% per jaar. Daarnaast is de productiviteitsgroei erg laag geweest. Onze verwachting is dat deze ook in de komende jaren lager zal blijven dan het historische gemiddelde. Structureel ervaart de economie daardoor wat tegenwind. Cyclisch is een ander verhaal. Het cyclische beeld met betrekking tot de economie is positiever. Door een combinatie van factoren trok de groei in Europa aan. Komende jaren gaan veel landen minder of niet bezuinigen. Hierdoor krijgt de economie wat lucht om te groeien. Daarnaast hebben hervormingen in landen zoals Spanje een positief effect. Door deze ontwikkelingen nemen investeringen sterk toe. Deze hebben een zeer positieve bijdrage geleverd aan de groei in de afgelopen twee jaar.

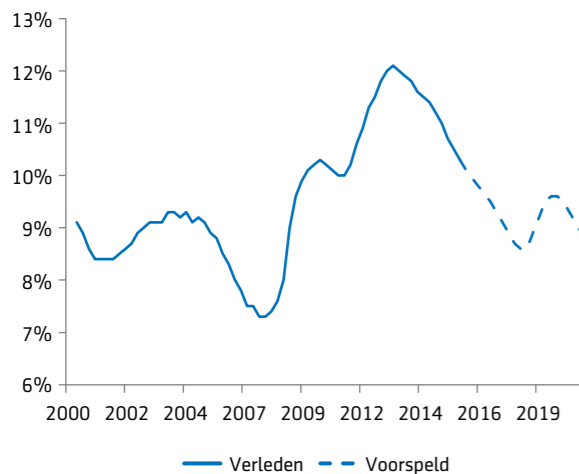
Europa is niet immuun voor wereldwijde vertraging

Ondanks de structurele tegenwind verwachten wij dat de Europese economie de komende twee jaren een redelijke groei te wachten staat, mede door de cyclische effecten en het beleid van de Europese centrale bank (ECB). In ons basisscenario houden we rekening met een ongewijzigde rentestand, en een verlenging van het huidige opkoopprogramma.

Hoewel de effecten van de uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie vooral de economie van het Verenigd Koninkrijk raken, verwachten wij dat de Europese economie met ongeveer 0.5% minder zal groeien door de onzekerheid veroorzaakt door de uittreding. Desalniettemin verwachten wij een economische groei van 1 tot 1.5% in 2017 en 2018.

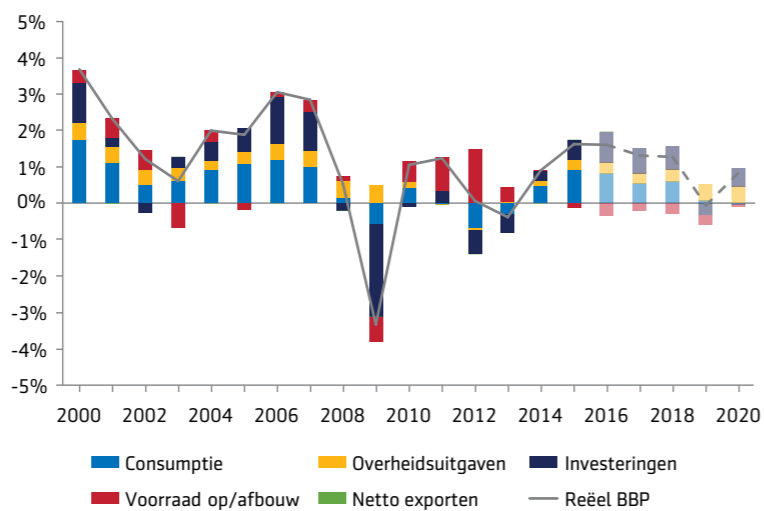
Europa zal de negatieve effecten van deze economische neergang in de Verenigde Staten niet kunnen ontlopen en zelf ook te maken krijgen met een recessie. In 2019 zal de groei onder het nulpunt uitkomen, zoals te zien is in figuur 12. Gevolg is dat het monetaire beleid in Europa tot 2020 ruim zal blijven. In 2018 duurt het economische herstel in Europa voort, waardoor de mogelijkheid bestaat het beleid te verkrappen. Echter, de neergang in 2019 beperkt de kans op een hoger renteniveau. Dit betekent dat de rente op staatsobligaties langere tijd zeer laag zal blijven.

Figuur 11: Werkloosheid Europa
(als percentage van de beroepsbevolking)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Figuur 12: Componenten van BBP Europa
(groei nominaal BBP, in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Gooit de politiek roet in het eten?

Een moeilijk te voorspellen factor zijn de politieke ontwikkelingen in Europa. De relatief lage groei en de onvrede over "Europa" of immigratie zorgen voor de opkomst van anti-Europese partijen. Zoals we gezien hebben in het "Brexit" referendum, zijn deze sentimenten sterk. Een referendum over lidmaatschap van de EU is in veel landen niet waarschijnlijk, omdat hier in de meeste landen een grondwetswijziging voor nodig is of het zeer onwaarschijnlijk is dat mensen stemmen voor een exit. Italië is een risicogeval. Als de voorgestelde grondwetswijziging wordt aangenomen tijdens het referendum dit jaar, dan zal in de toekomst de kans groter zijn dat één partij de meerderheid krijgt in het parlement. Dit is in principe gunstig voor de bestuurbaarheid van het land, omdat het huidige systeem zeer traag werkt. Echter in de opiniepeilingen haalt de anti-establishment partij "Movimento 5 Stelle" deze meerderheid. Deze partij is niet altijd even duidelijk over het voorgenomen beleid, maar de kans is aanwezig dat ze het lidmaatschap van de EU of de eurozone in een referendum aan de bevolking voorleggen.

De Italiaanse economie blijft achter bij andere Europese landen. De lage groei en hoge werkloosheid zorgen voor veel onvrede, waardoor het risico bestaat dat het land kiest om eruit te stappen. Mocht één van de grootste landen van de Eurozone een referendum houden, dan zal dit enorme gevolgen hebben. Voor het referendum zal de onzekerheid sterk toenemen, waardoor de economie wederom tot een stilstand komt. Dit gebeurde ook toen Griekenland een referendum hield over het reddingsplan van de EU. De Griekse economie liep toen zware schade op. Door de omvang van Italië zal dit ook veel grotere negatieve gevolgen hebben door de rest van Europa.

De Keltische tijger en de Spaanse stier

De periferie is niet meer wat het geweest is. Waar er een aantal jaren geleden de probleemlanden in Europa werden aangeduid als de PIIGS landen (Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje), is het nu niet langer terecht om al deze landen in dezelfde acroniem te vatten. Toen de Europese schuldencrisis toesloeg raakten de PIIGS landen in een diepe recessie. De werkloosheid liep snel op en de overheidsfinanciën waren niet in balans. Echter, de recessie bood ook de mogelijkheid om te hervormen en de economieën te herstructureren. Vooral Ierland kwam sterker uit de crisis, maar ook de Spaanse hervormingen lijken nu positief uit te pakken. Daarentegen hebben de economieën van Portugal, Griekenland en Italië de economische wind (nog) niet in de rug.

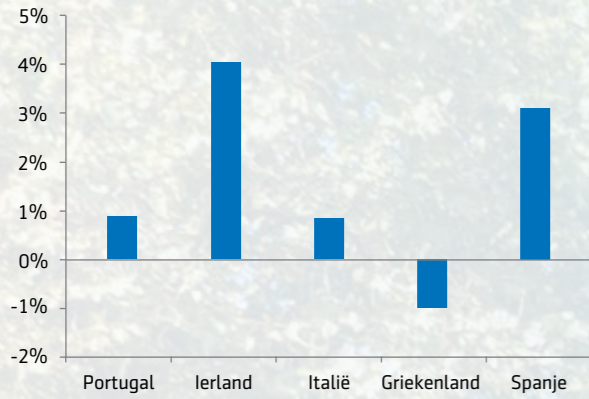
De financieel-economische wederopstanding van Ierland is een prestatie van formaat. Als 'Keltische tijger' danste het land de eerste jaren van deze eeuw op de toppen van de markt, om vervolgens tijdens de crisis in de diepste dalen terecht te komen. De redding van 's lands banken kostte tientallen miljarden euro's en de staatsschuld liep in vijf jaar tijd op van zo'n 25 tot meer dan 120% van het BBP. Er werd gesproken van 'een tweede Griekenland' en de Ieren werd een verblijf van vele jaren toegedicht in de groep van Europese 'probleemlanden'. De Ierse overheid greep de recessie aan om lastige hervormingen door te voeren en greep hard in. De uitgaven werden teruggedrongen, waardoor de werkloosheid piekte op meer dan 15% in 2012, de jeugdwerkloosheid bedroeg toen zelfs 31%. Intussen hield Ierland wel vast aan de gunstige vennootschapsbelasting, waardoor het land aantrekkelijk bleef als vestigingsplaats voor multinationals. Dat werkte: de omslag naar economische groei voltrok zich bijzonder snel. Zowel in 2014 als 2015 had Ierland de snelst groeiende economie van de Europese Unie en die trend zet zich voort: voor dit en komend jaar verwacht het IMF een groei van respectievelijk 4.2% en 3.3%. In het kielzog van die groei heeft ook de werkgelegenheid zich rap hersteld. De werkloosheid was in mei van dit jaar afgenomen tot 7.8%, de jeugdwerkloosheid tot 15%.

Daarnaast daalde de Ierse staatsschuld snel. De combinatie van lage begrotingstekorten (ruim binnen de Europese limiet van 3%) en economische groei — waardoor de belastingopbrengsten toenemen — maakt dat mogelijk. Hierdoor nam de staatsschuld af van de al genoemde 120.2% van het BBP tot 95.2% in 2015. Voor de komende vijf jaar wordt een verdere daling voorspeld tot 74.3% van het bbp in 2020. Dat is spectaculair te noemen, want daarmee zou Ierland een sterkere schuldpositie verwerven dan bijvoorbeeld Frankrijk en Oostenrijk. In ieder geval zullen de Ierse overheidsfinanciën de komende jaren in niets meer lijken op die van 'probleemlanden' al Italië en Portugal.

Een soortgelijk (maar minder spectaculair) succesverhaal ontvouwde zich voor de Spaanse economie. Na jaren van recessie groeit de Spaanse economie nu met zo'n 3.2% per jaar. De 'Spaanse stier' behoort hierdoor tot de snelst groeiende landen binnen de Europese Unie en wordt vergezeld door het eerdergenoemde Ierland. Deze groei biedt perspectief om de staatsschuld, die niet daalde sinds de crisis en ver boven de Europese eisen ligt, af te laten nemen. Ook kan de arbeidsmarkt ontwikkelen door de groei. Dit is belangrijk aangezien de werkloosheid zorgwekkend hoog is, vooral bij de jeugd.

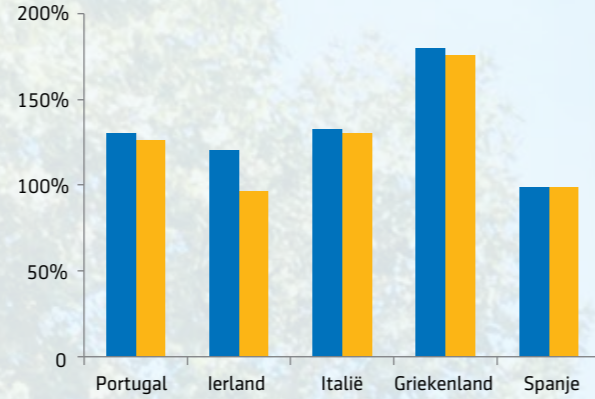
Het succesverhaal van Ierland, en Spanje in mindere mate, is in sterk contrast met de ontwikkelingen van de andere PIIGS landen. De economische groei in Italië komt niet boven de 1% en het economische herstel wordt beperkt door de zorgwekkende positie van de Italiaanse banken. Ook de Grieken zijn de crisis vooralsnog niet te boven gekomen. De economie krimpt nog steeds en de staatsfinanciën worden nog altijd gedictieerd door Brussel. Het is dus niet vreemd om Spanje en Ierland te verlossen van het acroniem dat terug doet denken aan de financiële malaise van een aantal jaar geleden. De Spaanse en Ierse economieën groeien weer, terwijl de overgebleven 'PIG' landen nog steeds wachten op betere tijden.

Figuur 13: Economische groei
(in procent, jaar-op-jaar)



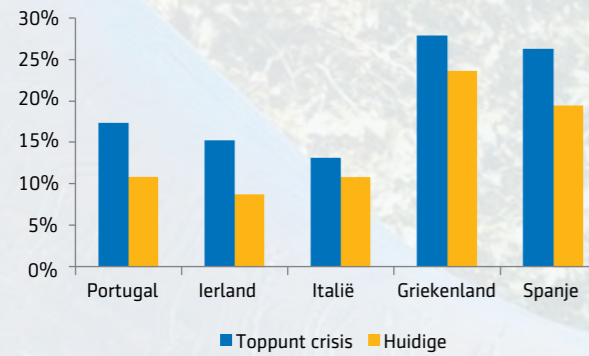
Bron: Bloomberg

Figuur 14: Staatsschuld
(als percentage van BBP)



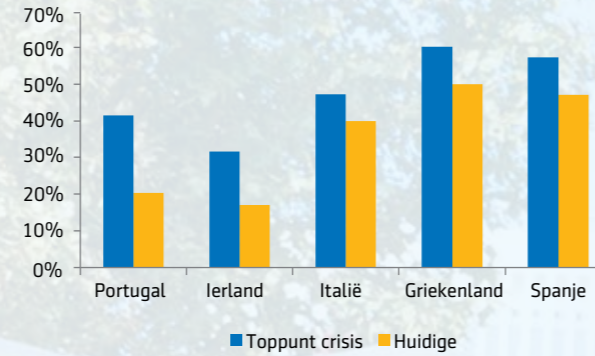
Bron: Bloomberg

Figuur 15: Werkloosheid
(als percentage van beroepsbevolking)



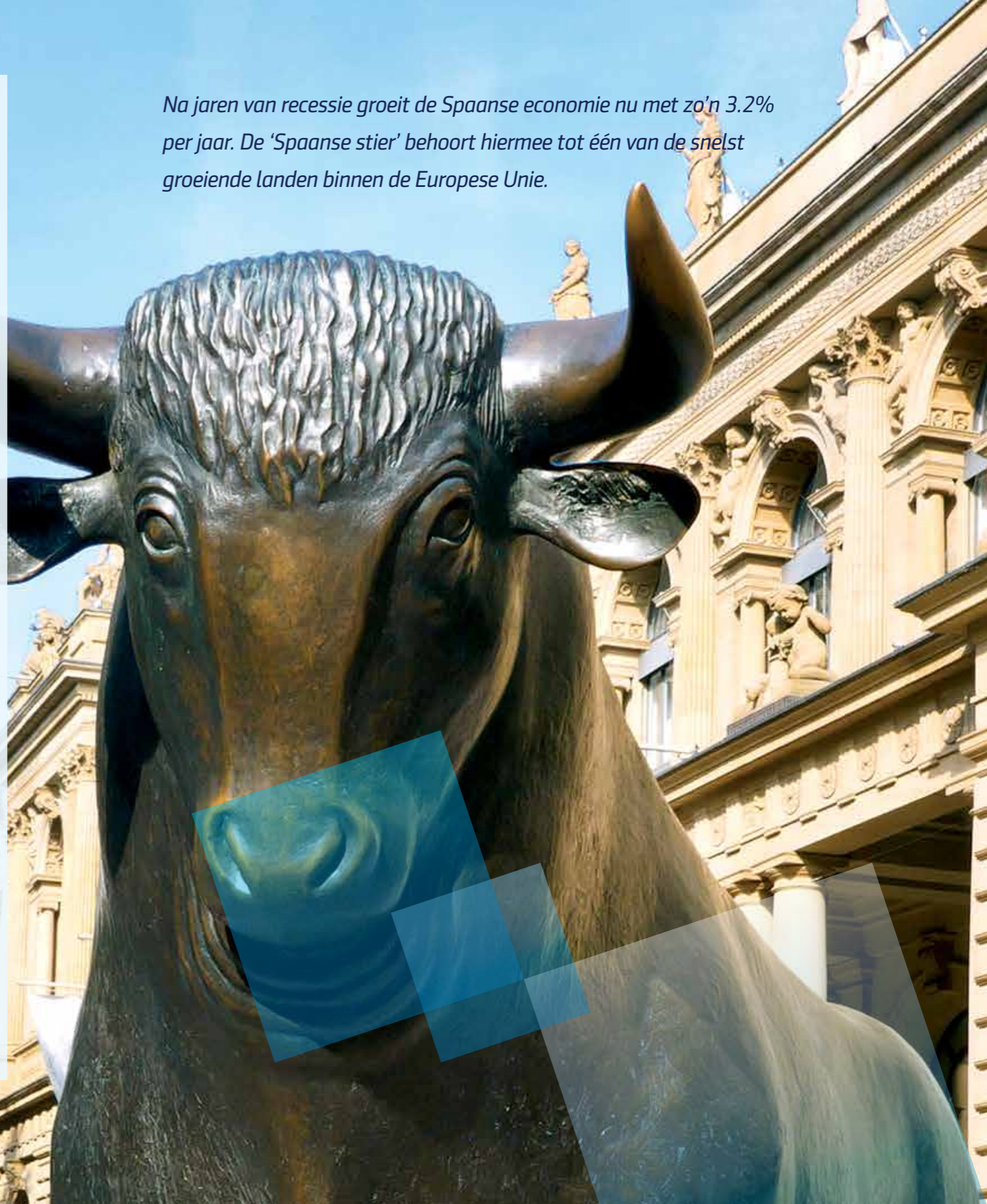
Bron: Bloomberg

Figuur 16: Jeugdwerkloosheid
(als percentage van beroepsbevolking – 15 tot 24 jaar)



Bron: OECD

Na jaren van recessie groeit de Spaanse economie nu met zo'n 3.2% per jaar. De 'Spaanse stier' behoort hiermee tot één van de snelst groeiende landen binnen de Europese Unie.



Verenigd Koninkrijk

- Veel onzekerheid door Brexit.
- “Dubbele dip” door Brexit en wereldwijde recessie.



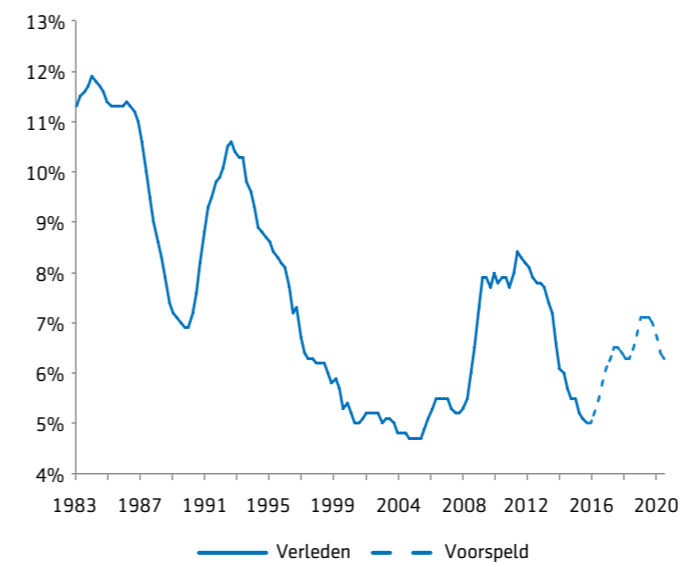
Verenigd Koninkrijk: Keep calm and exit

De verwachte Britse uittreding uit de EU heeft voor onzekerheid gezorgd. Er bestaat veel onduidelijkheid over de tijdlijnen rondom het uittredingsproces, en ook de exacte gevolgen van het beëindigen van het EU lidmaatschap zijn lastig in te schatten. Uiteindelijk zal de uitkomst afhangen van de opstelling van de EU en het Verenigd Koninkrijk tijdens de onderhandelingen.

Hoewel het lastig is om de effecten van Brexit nauwkeurig in te schatten, hebben wij wel de verwachting dat de Britse economie in 2017 zal krimpen. Vooral door het uitblijven van investeringen dankzij de grote onzekerheid rondom de internationale verdragen. Dit resulteert in een economische groei van -0.5% in 2017. In 2018 zal de economie weer aansterken en groeien met 1.5%. Een jaar later is ook het Verenigd Koninkrijk niet immuun voor de vertraging in de Verenigde Staten en Europa. Het Verenigd Koninkrijk zal dan voor een tweede maal in een recessie terecht komen. Deze zogenaamde “dubbele dip” zorgt ervoor dat de werkloosheid oploopt van 5% in 2016 naar boven de 7% in 2019.

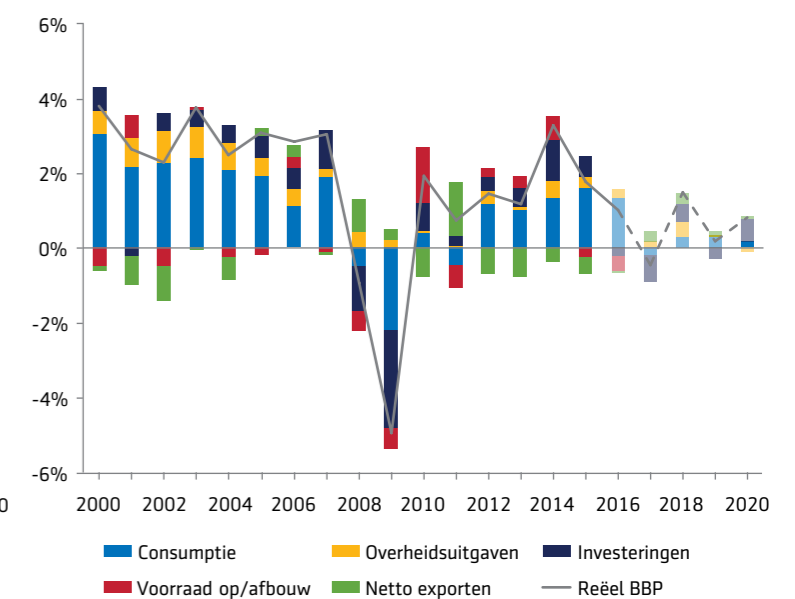
De Britse centrale bank (BOE) heeft onlangs besloten om de rente van 50 basispunten te verlagen naar 25 basispunten en om het opkoopprogramma uit te breiden. Wij verwachten dat de BOE nog voor eind 2017 zal besluiten om de rente nogmaals te verlagen tot 10 basispunten om de adverse effecten van de economische neergang tegen te gaan. Als ons basisscenario realiteit wordt, is het onwaarschijnlijk dat de BOE het beleid zal verkrappen voor 2020.

Figuur 17: Werkloosheid Verenigd Koninkrijk (als percentage van de beroepsbevolking)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Figuur 18: Componenten van BBP Verenigd Koninkrijk (groei nominaal BBP, in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Europa (en het Verenigd Koninkrijk)

Na de tweede wereldoorlog was er een sterk verlangen om de stabiliteit en vrede te waarborgen in Europa. Dit leidde tot de oprichting van de Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal, en in 1957 werd er besloten tot verdere integratie waardoor de Europese Economische Gemeenschap (EG) ontstond. In de jaren daarna groeide het aantal lidstaten van de EG, en met het tekenen van het verdrag van Maastricht werd er besloten tot oprichting van de Europese Unie (EU).

De EU wordt gekenmerkt door een gemeenschappelijke interne markt waarbinnen arbeid, goederen, diensten en kapitaal vrij kunnen bewegen. Ook werd de euro ingevoerd, waardoor alle lidstaten binnen de Europese Monetaire Unie (EMU) een gemeenschappelijke valuta kregen. Dit alles zorgde voor economische integratie op vele gebieden. Door deze integratie ontstond er een markt met meer dan 500 miljoen consumenten. Dit zorgde voor een sterke internationale positie, waardoor de unie als één kan deelnemen aan internationale (handels) verdragen.

De laatste jaren is het debat over de voor- en nadelen van het EU lidmaatschap regelmatig gevoerd, en de discussie intensifieerde als gevolg van de Europese schulden crisis. Voorstanders van de EU dringen aan op meer integratie, terwijl tegenstanders verdere integratie willen beperken en nationale soevereiniteit willen behouden. Veel Europeanen merken de voordelen van een lidmaatschap. Het is veel eenvoudiger om de grens binnen Europa te passeren en werken in de unie is ook gemakkelijker dan voorheen. Daarnaast kunnen grensoverschrijdende problemen, o.a. op het gebied van milieu en veiligheid, centraal gecoördineerd worden vanuit Brussel. Een ander voor de hand liggend voorbeeld geldt voor landen binnen de EMU, waar het betalingsgemak voor consumenten en bedrijven toegenomen is. Nadelen van het lidmaatschap worden vaak gerelateerd aan de bijdrage aan het budget van Brussel. Daarnaast dragen de tegenstanders van de EU de inefficiëntie en bureaucratie van Brussel vaak aan als negatief effect van het lidmaatschap.

Het is lastig om de exacte positieve en negatieve effecten van een EU lidmaatschap vast te stellen. Desondanks verscheen er in 2014 een onderzoeksrapport waar de effecten van het EU lidmaatschap kwantitatief bepaald worden. De onderzoekers berekenden de economische groei van EU landen in het scenario waarin de EU niet zou bestaan. Hun conclusie luidt dat voor alle landen, met uitzondering van Griekenland, er positieve effecten verbonden zijn aan het EU lidmaatschap. Dit betekent dat de economische groei en productiviteit sinds het lidmaatschap van de EU significant hoger is dan de groei indien de EU niet zou bestaan.

De discussie over de voor- en nadelen van een EU lidmaatschap werd ook in Groot-Brittannië gevoerd. Daarom beloofde David Cameron een referendum te organiseren zodat de Britten hun stem konden laten gelden. Het koninkrijk was sterk verdeeld, zo bleek uit de discussies en opiniepeilingen voorafgaand aan het referendum.

Op 23 juni 2016 brachten de Britten hun stem uit. Een dag later werd duidelijk dat de Britse bevolking in meerderheid had gekozen vóór uittreding. Voornamelijk zal de huidige onzekere situatie vooral zijn weerslag hebben op investeringen van en naar het Verenigd Koninkrijk, aangezien bedrijven momenteel niet weten waar ze aan toe zijn wat betreft regelgeving, tarieven en heffingen. De landen met de grootste handelsstromen van en naar het Verenigd Koninkrijk zullen hier de meeste hinder van ondervinden. In mindere mate zullen ook de consumentenbestedingen in het Verenigd Koninkrijk en continentaal Europa een knauw krijgen want doorgaans neemt de bestedingsbereidheid van consumenten in onzekere tijden af. Dit kan zorgen voor een recessie in het Verenigd Koninkrijk. Voor de rest van Europa verwachten we dat de negatieve effecten beperkter zullen zijn.

Onderhandelen over de toekomst

De EU is met zo'n 500 miljoen consumenten een economische grootmacht en belangrijke speler binnen de internationale handel. Om de internationale handelsstromen goed te laten verlopen heeft de unie vijf multilaterale handelsverdragen en 22 handelsverdragen met individuele landen. Door de Brexit zal Groot-Brittannië niet langer gebruik kunnen maken van de handelsverdragen tussen de EU en andere handelspartners. Voor Groot-Brittannië is er dus een noodzaak om snel aan tafel te gaan zitten met de EU en andere landen om nieuwe handelsverdragen op te stellen.

Groot-Brittannië heeft op dit moment weinig onderhandelingsexpertise in huis. Als lid van de EU heeft de overheid al zo'n 40 jaar niet onderhandeld over handelsverdragen, waardoor er nauwelijks onderhandelingsexperts in dienst zijn. Britse media schatten dat er op dit moment ongeveer 20 specialisten klaarstaan om de onderhandelingen in te gaan. Daarentegen heeft de EU ongeveer 600 experts in dienst die de laatste jaren de belangen van de unie behartigd hebben. Nu proberen de Britten een inhaalslag te maken met en het aantrekken van ongeveer 300 specialisten.

Hoewel de Britten tegen de EU gestemd hebben, betekent dit niet dat er voor Groot-Brittannië geen voordelen verbonden waren aan een lidmaatschap. Logischerwijs zullen de Britten er tijdens de onderhandelingen alles aan doen om deze voordelen te behouden, en de nadelen te beperken. Een belangrijk thema tijdens het Brexit-debat was de Brusselse invloed op het migratiebeleid. Onlangs werd bekend dat er per jaar meer dan 300.000 migranten richting het Koninkrijk trekken. De Britten willen de instroom van migranten en asielzoekers zelf kunnen reguleren. Als lid van de unie was dit niet mogelijk. Ook de bijdrage aan het Europese budget was een doorn in het oog voor veel Britten. Groot-Brittannië betaalt meer dan 11 miljard euro aan de jaarlijkse begroting van de EU. Hiermee staat Groot-Brittannië op plaats twee van netto-betalers. Deze twee onderwerpen, migratie en begroting, zijn belangrijke onderwerpen tijdens het onderhandelingsproces.

Daarentegen is de toegang tot de Europese markt belangrijk voor Groot-Brittannië. De belangrijkste handelspartner is Duitsland, waardoor handelsbarrières een negatief economisch effect zouden creëren. Aangezien de Britse economie voor een groot deel uit diensten bestaat is het van belang dat de Britten toegang houden tot de continentale markt en gemakkelijk diensten kunnen importeren en exporteren. Dit geldt bijvoorbeeld voor de banken in de City, die afhankelijk zijn van zogenaamde "paspoort rechten" waardoor zij vanuit Londen zaken kunnen doen met het Europese vasteland.

Het is op dit moment onwaarschijnlijk dat de EU zal voldoen aan alle wensen van Groot-Brittannië. Het zou een verkeerd signaal zijn naar andere landen als de Britten geen bijdrage meer hoeven te leveren aan de begroting, zelf de migratie kunnen bepalen, niet hoeven te voldoen aan Europese wet en regelgeving en tegelijkertijd wel ongelimiteerd toegang blijven houden tot de markt. Het ligt in lijn der verwachting dat er, na vele onderhandelingen, er voor een tussenvorm gekozen zal worden.

Hoewel er nog nooit een land uit de EU is gestapt, zijn er wel Europese landen die nooit zijn toegetreden tot de unie. Desondanks hebben deze landen toegang tot de Europese markt. De handelsverdragen tussen dit soort landen, zoals Zwitserland en Noorwegen, en de EU kunnen dienen als blauwdruk voor de naderende onderhandelingen.

Noorwegen is geen lid van de EU, maar behoort het land wel tot de Europese economische regio waardoor Noorwegen toegang heeft tot de Europese markt. Hoewel Noorwegen geen lid is, draagt het wel bij aan de begroting van de EU. Ook moet Noorwegen voldoen aan het merendeel van de regels opgesteld door de EU, maar heeft het land geen stem binnen de Unie. Het is de vraag of dit model geschikt is voor Groot-Brittannië. De toegang tot de markt blijft bestaan, maar er moet nog steeds een bijdrage betaald worden aan Brussel, en ook zouden de Britten moeten voldoen aan de door Brussel opgestelde beleid.

Zwitserland is lid van de European Free Trade Association, waardoor het land een beperkte toegang heeft tot de Europese markt. Hiervoor zijn er ongeveer 120 bilaterale verdragen tussen de EU en Zwitserland opgesteld. De toegang is beperkt, zo staan de deuren naar Europa niet open voor alle sectoren. Dit is een probleem voor het Verenigd Koninkrijk, aangezien onder het Zwitserse model de financiële sector met beperkingen te maken heeft. Ook draagt Zwitserland financieel bij aan Brussel en dicteert Brussel ook bepaalde regels, waaronder het vrije verkeer van personen.

Ook het douane-unie model is denkbaar. Turkije kan exporteren en importen van en naar de EU zonder quota's en belastingen, maar is verplicht de EU regels omtrent quota's en belastingen over te nemen in handel met niet-EU landen. Het douane-unie model heeft alleen betrekking op bepaald goederen, waardoor het model niet geschikt is voor de Britse economie, die vooral uit services bestaat.

Japan

- Vergrijzing en hoge staatsschuld beperken groei mogelijkheden van Japan.
- Recessie in 2019 door terugval interne en externe vraag.



Japan: Abenomics in de versnelling

Sinds de introductie van Abenomics is Japan nauwelijks gegroeid en is de inflatie nog steeds erg laag. Dit ondanks een enorm opkoopprogramma van de centrale bank en de doorgevoerde hervormingen. De vraag is hoe dit komt en wat dit betekent voor de nabije toekomst.

Abenomics zal niet werken

De Japanse economie heeft onder andere te lijden onder de gevolgen van een sterke vergrijzing. De beroepsbevolking neemt af met ongeveer 1% per jaar. Door meer vrouwen aan het werk te krijgen en door de dalende werkloosheid is de daling van het aantal werkenden minder negatief, maar daalt desondanks.

Het is natuurlijk moeilijk om de economie op pijl te houden met steeds minder mensen. Eigenlijk is het verbazingwekkend dat de Japanners erin geslaagd zijn om de groei rond de nul procent te houden ondanks de sterke vergrijzing. Dit betekent namelijk dat de Japanners productiever zijn geworden. Dit is terug te zien in de economische groei per hoofd van de bevolking. In tegenstelling tot de totale economische groei is de groei per hoofd heel vergelijkbaar met die in de Verenigde Staten.

“Abenomics” lost dus niet het onderliggende probleem op. Alleen (veel) hogere immigratie kan zorgen voor een toename in de beroepsbevolking. Japanners aanzetten om meer kinderen te krijgen kan ook helpen, maar dit is uiteraard geen korte termijn oplossing.

Het stimuleren van de vraag door fiscaal beleid zal ook niet werken, omdat dit een tijdelijke maatregel is. De vraag zal weer terugvallen zodra het fiscaal beleid weer restrictiever wordt. Een verdere toename van de productiviteit kan wel helpen, maar helaas richt premier Abe daar zijn pijlen niet op.

Is de Japanse schuldenberg hoger dan Mount Fuji?

De bruto staatsschuld van Japan is ongeveer 210% van het BBP. Ter vergelijking: Griekenland heeft nu een staatsschuld van 180% en Italië “slechts” 135%. De Japanse overheid heeft echter ook veel financiële bezittingen. Als we dit van de schuld aftrekken heeft Japan een “netto” staatsschuld van 130%. Daarnaast heeft het land een begrotingstekort van 7%, waardoor de schuld blijft groeien. Een voordeel is dat Japanners zelf veel bezittingen hebben, bijvoorbeeld in de vorm van spaartegoeden op bankrekeningen en bij verzekeraars. De Grieken daarentegen hebben weinig bezittingen, waardoor het land continu moet lenen om het tekort te kunnen financieren.

Japan kan simpelweg de staatsschuld verminderen door de bezittingen van de private sector over te hevelen naar de publieke sector. Dit kan via drie manieren; negatieve reële rentes, belastingen of een faillissement van de staat. Voor de laatste optie zal Japan niet kiezen, omdat dit grote negatieve economische gevolgen heeft. Echter een combinatie van belastingen op bezittingen en een negatieve reële rente is wel waarschijnlijk. Een negatieve reële rente probeert de Japanse centrale bank te bewerkstelligen door enorme hoeveelheden staatsobligaties op te kopen. Dit drukt de rente omlaag en het idee is dat dit de inflatie verhoogd. Echter tot nu toe wil het niet vlotten met de inflatie.

Recessie in Japan

We verwachten dat de groei in Japan laag zal blijven evenals de inflatie. Komende jaren gaat Japan meer fiscaal stimuleren waardoor het begrotingstekort oploopt. In ons basisscenario groeit de Japanse economie met 0.6% in 2017 en 0.5% in 2018. Wij verwachten dat in 2019 de fiscale stimulering ten einde komt waardoor de interne vraag zal terugvallen. Tegelijkertijd verwachten wij een vertraging van de externe vraag, door de recessie in de Verenigde Staten. Deze effecten gecombineerd resulteren in een milde recessie in 2019. De in 2019 geplande BTW verhoging zal dan waarschijnlijk uitgesteld worden. We verwachten dat de Japanse centrale bank het stimuleringsprogramma verder zal uitbreiden om de inflatie aan te wakkeren.

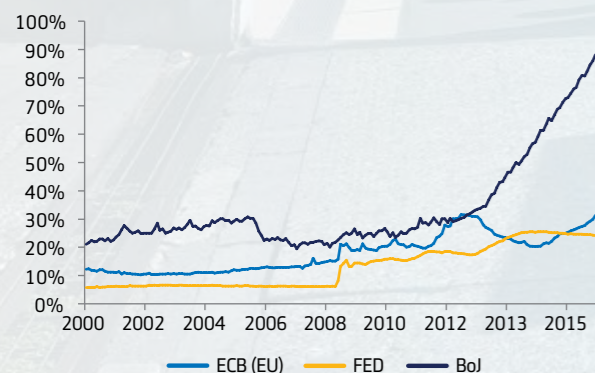
Centrale banken – limiet bereikt van monetair beleid?

Decennia lang hebben centrale banken geknokt om inflatie op een lager niveau te brengen, na een periode van excessieve geldontwaarding in de jaren zeventig. Het doel was prijsstabiliteit, wat in ontwikkelde landen werd gedefinieerd als een gemiddelde inflatie van rond de 2%. Begin deze eeuw werd het sein “brand meester” gegeven en inflatie bleef jaren lang opvallend stabiel in een nauwe band rond de 2%. Centrale bankiers gaven elkaar schouderklopjes en in de financiële pers werden ze bewonderd als de nieuwe magiërs. Greenspan hield de inflatie en rente laag waardoor de Amerikaanse consument zich zonder zorgen in schulden kon steken. In Japan was intussen de balans al langere tijd richting deflatie omgeslagen, de Japanse centrale bank kreeg in 2002 van Bernanke het gratis advies om met helikopters geld te strooien. Daar werd toen nog over gegniffeld als een goede grap van een ivoren toren geleerde.

Als we naar het huidige monetaire beleid kijken dan lijken de helikopters niet ver weg. De Europese centrale bank koopt op grote schaal overheids- en bedrijfsobligaties en wij verwachten niet dat ze daar snel mee stoppen. In Japan is de centrale bank al eigenaar van meer dan 25% van de enorme staatsschuld en ook een grote speler in de Japanse aandelenmarkt. De Engelse centrale bank is weer begonnen met kopen om de economische schade van Brexit te beperken. De Amerikaanse Fed houdt de officiële rente al meer dan acht jaar onder de 1% terwijl andere centrale banken een negatieve rente hanteren. Met dit beleid in het achterhoofd zou je denken dat de wereldeconomie nog steeds in zwaar weer zit. Recente groeicijfers laten zien dat de economische groei lager uitvalt in vergelijking met de verwachtingen van het IMF, maar dit kan de huidige rentetarieven niet rechtvaardigen. Centrale banken wijzen op de lage inflatie als reden om een ruim monetair beleid te blijven hanteren. Gezien het beperkte effect tot nog toe van alle kwantitatieve verzuiming op inflatie cijfers lijkt de vraag gerechtigd of centrale banken hun limiet hebben bereikt.

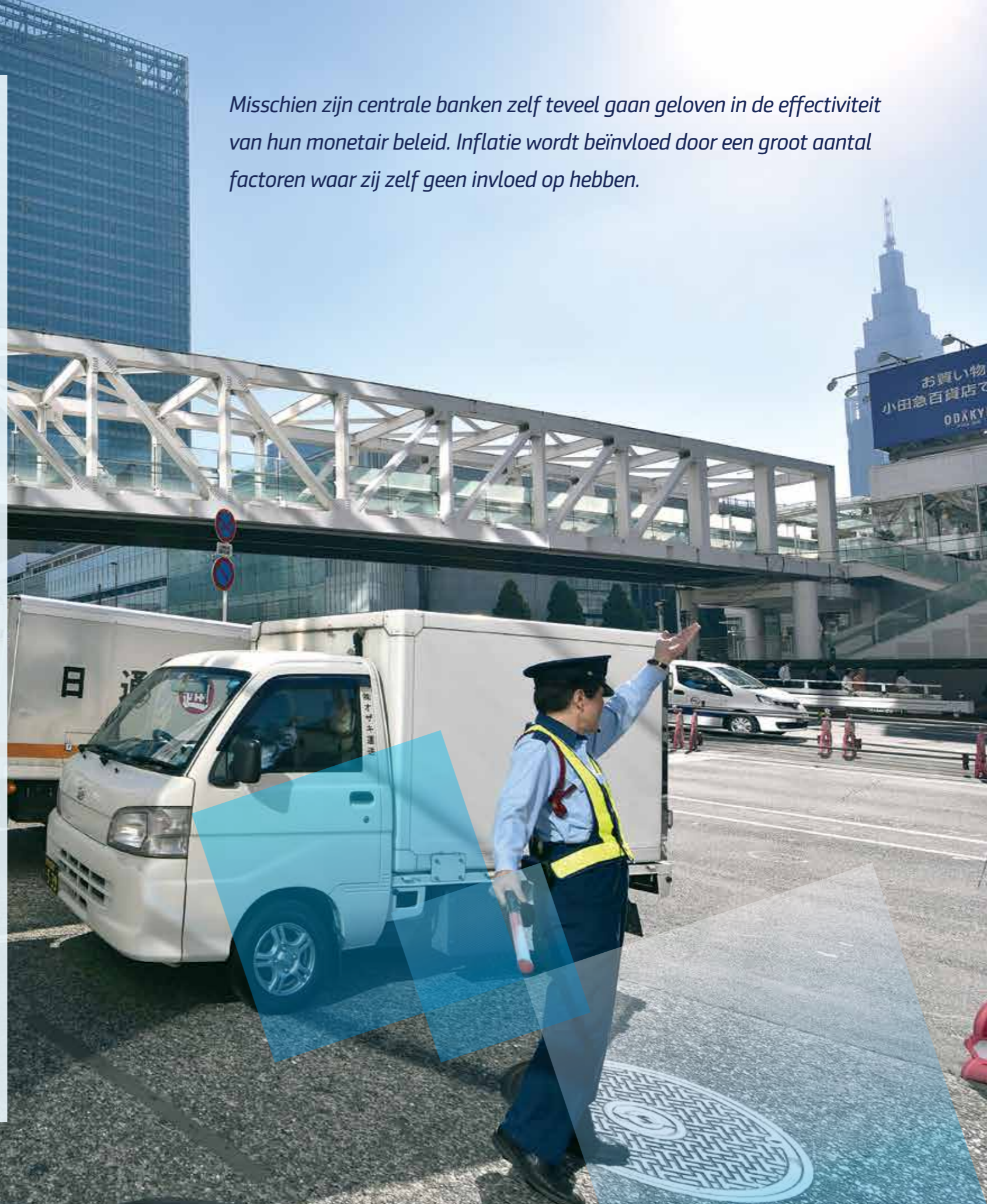
Misschien zijn centrale banken zelf teveel gaan geloven in de effectiviteit van hun monetair beleid. Inflatie wordt beïnvloed door een groot aantal factoren waar centrale banken geen invloed op hebben. De toetreding van China tot de WTO heeft bijvoorbeeld voor prijsdalingen gezorgd van consumptie goederen, wat de Fed hielp om de rente vorig decennium op een laag niveau te houden. Grondstofprijzen hebben ook een grote invloed op inflatie en we kunnen gerust aannemen dat centrale banken geen controle hebben op de ontwikkeling van de graanprijzen. Afgelopen jaren zijn de olieprijs sterk gedaald, wat de inflatiecijfers heeft gedrukt. In deze omgeving heeft het weinig zin om het hele monetaire instrumentarium in te zetten met als doel de inflatie op te duwen naar de gewenste 2%. Centrale banken moeten accepteren dat inflatiecijfers soms voor langere tijd zullen afwijken van hun beoogde doel. We zitten nu in een periode van relatief lage inflatie, maar op langere termijn is het goed mogelijk dat inflatie weer rond de 2% uitkomt. Toch verwachten wij dat centrale banken wereldwijd ook in de komende jaren een zeer ruim monetair beleid zullen handhaven. De huidige orthodoxie van centrale bankiers blijft gericht op het bestrijden van lage groei- en inflatiecijfers en daarbij maken ze gebruik van alle mogelijke middelen. Dat zal de marktrente blijven drukken, wat niet bepaald gunstig is voor pensioenfondsen en andere institutionele beleggers.

Figuur 19: Balans centrale banken (als percentage van BBP)



Bron: Thomson Reuters Datastream

Misschien zijn centrale banken zelf teveel gaan geloven in de effectiviteit van hun monetair beleid. Inflatie wordt beïnvloed door een groot aantal factoren waar zij zelf geen invloed op hebben.



China

- Lagere groei.
- Overgang naar meer marktwerking zorgt voor groeistruipen.



China: De grote economische transitie

De verwachtingen rond de ontwikkeling van de Chinese economie hangen sterk samen met de grote economische transitie die centraal staat in het 13e Chinese vijfjarenplan, deze geldt voor de periode 2016-2020. Het vijfjarenplan bevat de blauwdruk voor de ontwikkeling in China. In deze paragraaf behandelen we de volgende vragen. Welke transitie wordt nagestreefd? Hoe staat het ervoor? En wat zijn onze verwachtingen?

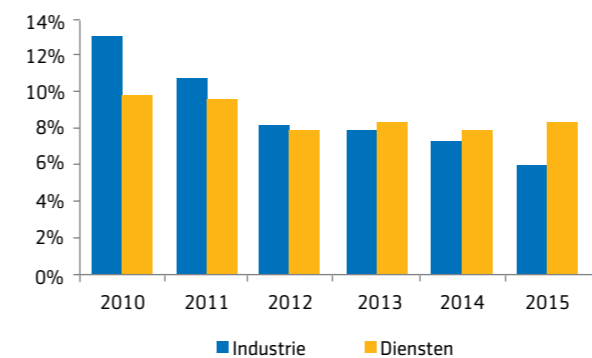
De kern van de transitie

Het belangrijkste doel van de Chinese economische transitie is om de economie langzaam richting een hoogwaardig westers model te transformeren. De belangrijkste pijlers onder deze transitie zijn (i) de economie moet meer worden gedreven vanuit consumptie in plaats van investeringen, (ii) daarnaast is het beleid gericht om de economie te draaien van zware industrie en export naar diensten en productie van consumentengoederen en (iii) is een liberalisering van de financiële en valutamarkten gewenst. Dit zal moeten leiden tot een toename van de marktwerking, meer transparantie, en een herverdeling van krediet, grond en arbeid naar meer productieve sectoren. Tijdens de implementatie van de noodzakelijke beleidswijzigingen is het doel om de economische groei niet te ver te laten zakken.

De transitie is onderweg, echter de groei vertraagd

Na de publicatie van onze vorige LTS zagen we de groei in China verder vertragen, tot 6,9% in 2015 en 6,7% in het eerste kwartaal van 2016. Dit was het gevolg van zwakke export en vertraging van investeringen. Wel zien we duidelijke signalen van een geleidelijke herbalancering van de binnenlandse economie. Een scherpe daling van de industriële activiteit wordt vooralsnog gedempt door een gestage groei in de dienstensector, zoals te zien in figuur 20. In 2015 was de dienstensector goed voor de helft van het BBP en de meerderheid van de nieuwe banen in stedelijk gebied. De consumptie groei bleef robuust en droeg 4,6% bij aan de BBP in 2015. Dit in vergelijking met een bijdrage van 2,5% aan het BBP van investeringen.

Figuur 20: Economische groei in China (in procent)



Bron: Haver Analytics, Wereldbank

Daarnaast moeten we deze afnemende groei wel in perspectief blijven zien. Want in alle vergelijkingen blijft de Chinese economische groei sterk. De toename van dat China het afgelopen jaar aan zijn economie heeft toegevoegd door middel van de economische groei is gelijk aan het totale BBP van een middelgroot Europees land als Zweden. Het is dus belangrijk om, in deze tijd van transitie, de ontwikkeling in perspectief te blijven plaatsen.

Steunmaatregelen

De Chinese overheid implementeerde de afgelopen tijd een aantal expansieve beleidsmaatregelen als reactie op de economische vertraging. In de 2e helft van 2015 bestonden de maatregelen onder andere uit (a) een verlaging van de verplichte reserve die banken moeten aanhouden en een verlaging van de rente, (b) extra overheidsbestedingen aan infrastructuurprojecten en (c) een verlaging van de belastingen voor kleine bedrijven. Sinds begin 2016 is het beleid meer gericht op versoepelende fiscale maatregelen. Alle maatregelen hebben bijgedragen aan een toename van de investeringen en hebben gezorgd voor een opleving van de Chinese huizenmarkt. Dit zorgt overigens wel voor nieuwe zorgen rond het ontstaan van bubbels in bepaalde segmenten van de markt. Daarnaast heeft de combinatie van steunmaatregelen ervoor gezorgd dat het overheidstekort oploopt van 2,3% in 2015, naar een verwachte 3% van het BBP in 2016.

Schuldenprobleem

Naast de afnemende groei blijft de Chinese economie kwetsbaar vanwege de hoog opgelopen schuldenberg. De opgelopen schulden van Chinese bedrijven hebben een nieuw hoogtepunt bereikt aan het begin van 2016, het schuldniveau heeft inmiddels het niveau van de meeste geavanceerde economieën overtroffen. Deze schuldenlast is sterk geconcentreerd bij de aan de staat gerelateerde bedrijven, en dan met name in sectoren die hebben te kampen met aanzienlijke overcapaciteit en de verslechtering van de winstgevendheid. Dit kan door de economische vertraging leiden tot financiële nood en een stijging van het aantal faillissementen, dat weer een negatief effect kan hebben op investeringen. Hoewel China heeft nog steeds het voldoende buffers en beleidsmogelijkheden heeft om de groei te ondersteunen, zou verdere versoepeling van het beleid rond kredietverlening leiden tot een verhoging van de schulden van bedrijven, en daarmee de afwikkeling van de financiële kwetsbaarheden verder vertragen. De Chinese overheid probeert dit probleem wel in te dammen en heeft begin 2016 wetgeving aangenomen die de kredietruimte van deze aan de staat gelieerde bedrijven moet beperken. Vooralsnog blijft de schuldenberg echter gigantisch en daarmee een van de grootste risico's voor de economie.

China en het buitenland

Op buitenlands gebied is er sprake geweest van een aanzienlijke aanpassing. Het overschot op de lopende rekening is gedaald van de piek van 10% van het BBP in 2007 tot ongeveer 2-3% in de afgelopen jaren, en de bijdrage van de netto-uitvoer, vroeger een belangrijke motor van de groei, schommelt rond de 0%. De afnemende groei kansen zorgden voor een uitstroom van kapitaal, waardoor de renminbi onder druk kwam te staan. Het is de Chinese overheid gelukt de uitstroom van kapitaal van vorig jaar te temperen, en de effectieve wisselkoers te stabiliseren. De door China geboekte vooruitgang werd erkend door het besluit van het IMF vorig jaar om de renminbi vanaf 1 oktober 2016 aan het mandje van valuta's die deel uitmaken van de Special Drawing Rights toe te voegen.

Onze vooruitzichten voor China

We veronderstellen in ons basisscenario dat de hervormingen verlopen zoals verwacht en de impact ervan wordt afgevlakt door extra beleidsmaatregelen. Daarnaast ondervindt China een positieve rugwind van lagere olieprijs. De deflatie van productprijzen, aan de gang sinds 2012, begint te keren in het begin van 2016, terwijl de industriële winsten herstellen. De arbeidsmarkt zal naar verwachting robuust blijven en ondersteunt daarmee de particuliere consumptie groei. De verschuiving in de richting van diensten zal blijven geholpen door maatregelen die regelgeving versoepelen. Daarnaast heeft de Chinese overheid voldoende bestedingsruimte om de groei indien nodig te ondersteunen. Overheidsschuld, inclusief gerelateerde schulden, worden geschat op ongeveer 60% van het BBP en wordt voornamelijk in eigen land gehouden. Internationale reserves bedragen 30% van het BBP en zijn daarmee nog steeds genoeg om een piek in de vraag naar buitenlandse valuta in het geval van hernieuwde financiële volatiliteit te voldoen. Kapitaalcontroles op beleggingen en bancaire kredietverlening, evenals een grotendeels genationaliseerde financiële systeem, beperkt het risico van financiële instabiliteit als gevolg van wanordelijke kapitaalvlucht. Echter, deze nemen geleidelijk af.

De hoge groei zoals China de afgelopen jaren heeft doorgemaakt is niet uniek in de wereldgeschiedenis. Ook andere Aziatische economieën, zoals Japan, Taiwan, Zuid-Korea en Singapore, vertoonden een soortgelijk groeipad met zulke hoge groeipercentages. Opvallend is dat al deze landen een vergelijkbaar economisch model hadden. De staat subsidieerde zeer hoge investeringen en industrieën werden beschermt tegen buitenlandse concurrentie tot ze sterk genoeg waren. De groei zwakte wel langzaam af, omdat het steeds moeilijker is om te groeien naarmate een economie efficiënter wordt. We verwachten dat China een vergelijkbaar pad zal afleggen. We verwachten meer volatiliteit in Chinese economische gegevens en in Chinese financiële markten. Dit is een gevolg van de grotere marktwerking die de Chinese overheid nastreeft.

Onze verwachtingen met betrekking tot de Chinese economie liggen in lijn met de vertraging van afgelopen jaren. We verwachten dat China in 2017 nog zal groeien met 6,8%. Daarna zal de groei langzaam afnemen tot 5,4% in 2020. Dit wordt veroorzaakt door de transitie die de economie doormaakt.

Opkomende markten

Opkomende markten en in het bijzonder de landen die voor hun economische ontwikkeling vooral leunen op grondstoffen hebben de voorbije jaren een flinke economische knieval gemaakt. De zichtbaar verslechterde economische vooruitzichten waren voor de kredietbeoordelaars dé reden om de kredietwaardigheid van deze landen te afwaarderen.

Grote opkomende economieën zoals Rusland en Brazilië zagen hun kredietwaardigheid zelfs afgewaardeerd worden tot onder het niveau van 'investment grade'. Al moet hierbij worden opgemerkt dat andere zaken zoals een grote corruptieschandaal in het geval van Brazilië en aanvankelijk verkeerd monetair beleid en sancties in het geval van Rusland zeker niet hebben bijgedragen aan de economische stabiliteit in deze landen. Zo heeft Rusland in de periode september 2013-februari 2014 meer dan USD 160 miljard uitgegeven in een tevergeefs poging om de te roebel steunen.

De afwaardering van de kredietwaardigheid alsmede het feit dat landen als Argentinië en Kazachstan hun nationale munten fors hebben moeten devalueren, danwel landen als Nigeria en Venezuela kapitaalbewegingen aan banden hebben legt, heeft de discussie en vrees aangewakkerd dat de opkomende economieën mogelijk weer aan de vooravond van de schulden crisis staan.

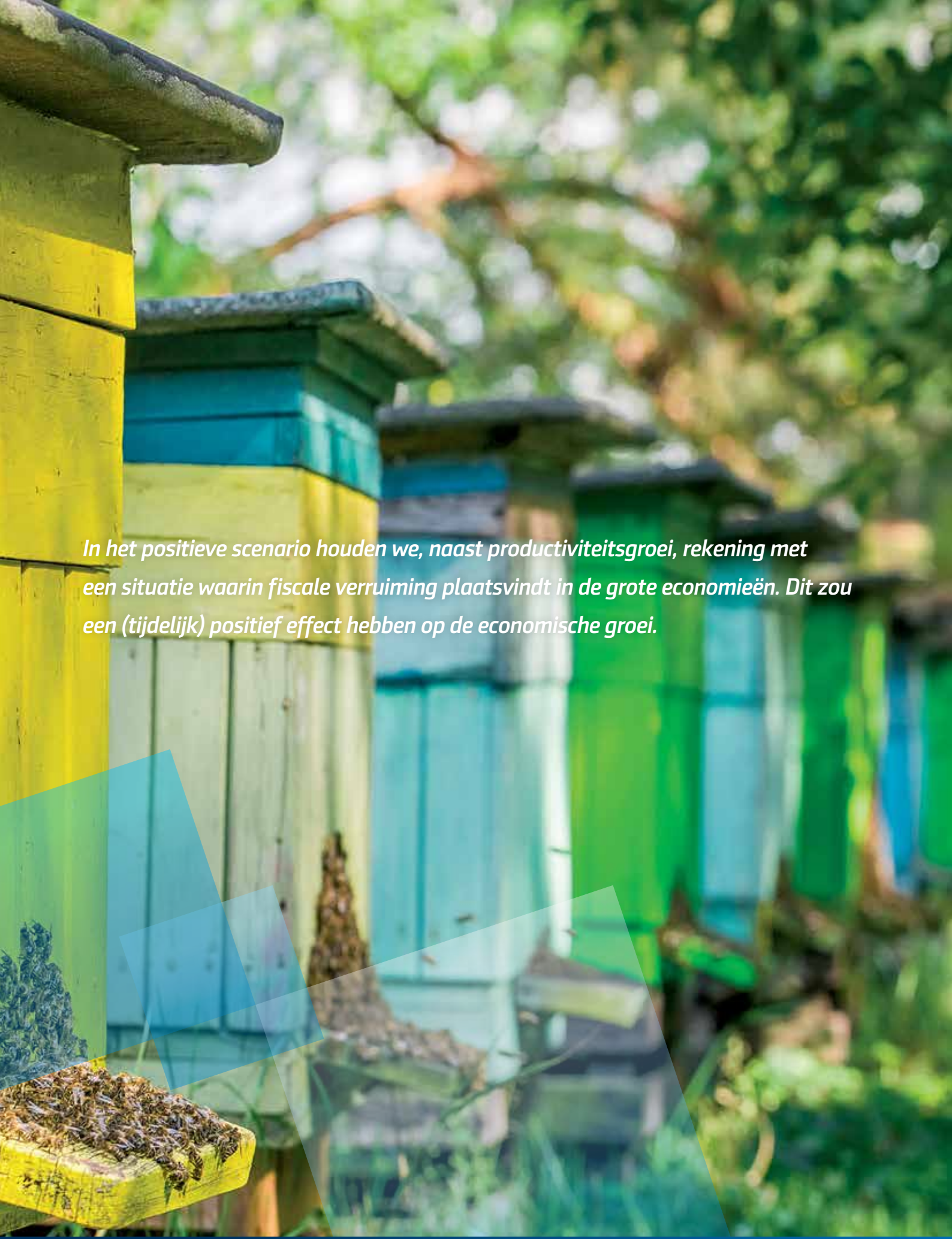
Wij delen deze mening niet. Net als bij een snel om zich heen slaande brand in de natuur heb je ook voor een massale schulden crisis een aanleiding en een omgeving nodig waardoor een schulden crisis snel om zich heen kan slaan. De aanleiding is door de fors gedaalde grondstofprijzen zeker aanwezig. Echter, de omstandigheden zijn wezenlijk anders dan twee decennia geleden. De economische fundamenten van een gros van de opkomende economieën is de afgelopen twee decennia fors verbeterd. De structureel gedaalde inflatie, de zichtbaar teruggebrachte overheidsschulden en tekorten op de betalingsbalansen en een enorme opbouw van de deviezen voorraad zien wij als een ondersteuning voor deze visie. Dit laat onverlet dat een enkel schulden crisis niet is uit te sluiten.

De opkomende economieën in Centraal Europa hebben als netto-importeur van grondstoffen juist voordeel van scherp gedaalde grondstofprijzen. Deze landen kregen echter mede onder invloed van het beleid van de Europese Centrale Bank te maken met algemene prijsdalingen. Het voorzichtige economische herstel in deze landen na de mondiale financiële en Europese schulden crisis lijkt door de nog ruim aanwezige reserve capaciteit in de economie vooralsnog niet te leiden tot een opwaartse druk op de prijzen.

Gegeven de voorzichtige economische vooruitzichten in nagenoeg alle opkomende landen, in combinatie met een zichtbaar afnemende inflatie druk, zoals in het geval van Brazilië en Rusland, of voortdurende deflationaire druk in Centraal Europese economieën, zal het leeuwendeel van de centrale banken in de opkomende markten het monetaire ruim houden of zelfs verruimen. Hierbij krijgen deze centrale banken de helpende hand toegereikt van een terughoudende Amerikaanse centrale bank. De vreemde eend in de bijt hier is de Turkse centrale bank, die naar verwachting onder politieke druk de beleidsrente verder zal verlagen, terwijl de inflatieontwikkelingen juist een verhoging van de rente zou rechtvaardigen.

Op de middellange termijn verwachten wij echter in de opkomende economieën enige inflatoire druk ontstaat. Het weggebben van het drukkende effect van sterk gedaalde olieprijs op het algemene prijspeil zal hierbij zeker een rol spelen, maar is onzes inziens niet de belangrijkste reden. In onze beleving zal de structureel afgenomen economische groeipad in China ten eerste de economieën in Zuidoost Azië, maar vervolgens ook de rest van de wereld negatief beïnvloeden. De combinatie van een ruim monetair beleid, maar ook de eerste tekenen van ruimer fiscaal beleid en een lagere potentiële economische groei zal volgens ons dus op de middellange termijn zijn invloed op de prijsontwikkeling niet missen.

In dit geheel lijkt India enigszins haar eigen weg te volgen omdat het land relatief een gesloten economie is. Ook is het land, vooral in vergelijking met andere economieën in Zuidoost Azië, veel minder afhankelijk van de ontwikkelingen in China. De uitvoer naar China bedroeg in 2015 maar 4,8% van de totale uitvoer. Dit is bijvoorbeeld zelfs minder dan de Duitse uitvoer naar China, 6,7% in 2015.



In het positieve scenario houden we, naast productiviteitsgroei, rekening met een situatie waarin fiscale verruiming plaatsvindt in de grote economieën. Dit zou een (tijdelijk) positief effect hebben op de economische groei.

Hoofdstuk 3: Het negatieve en positieve scenario

In het vorige hoofdstuk hebben we ons basis scenario toegelicht. Naast het basis scenario houden we rekening met een positief en negatief scenario. In deze scenario's schatten we de gevolgen in van de grootste risico's en kansen in de wereldeconomie. Dit jaar dichten wij het basisscenario een kans van 60% toe. Het negatieve scenario heeft een kans van 15%, het positieve scenario is wat ons betreft iets realistischer en heeft een kans van 25%.

Het negatieve scenario: vertraging van de Chinese economie

Al jaren wordt gespeculeerd hoe lang China het hoge groeitempo kan aanhouden. Ons basisscenario gaat uit van een geleidelijke groeivertraging, maar in een negatief scenario kan de groei in China abrupter ten einde komen, waardoor er een wereldwijde recessie ontstaat. Volgens ons is het grootste risico in de Chinese economie de schuldenberg bij staatsondernemingen. In de afgelopen jaren zijn veel staatsbedrijven leningen aangegaan op aandringen van de overheid om de economische groei hoog te houden. Hierdoor is een hoge schuldenlast bij bedrijven ontstaan. Door de investeringsdrang is er niet alleen geïnvesteerd in rendabele projecten. De lagere economische groei, in combinatie met overcapaciteit zorgen ervoor dat de cash flow van bedrijven onder druk komt te staan. Hierdoor stijgt de kans dat bedrijven niet in staat zijn om aan de betalingsverplichtingen te voldoen. Dit veroorzaakt zogenaamde "non-performing loans" op de balansen van financiële instellingen, waardoor de stabiliteit van het financiële systeem afneemt. Als het aantal non-performing loans te snel groeit heeft moeten financiële instellingen voorzieningen treffen en zal de kredietverstrekking negatief beïnvloed worden. Ook kan dit ervoor zorgen dat de economische groei in China snel afneemt. Een sterke groeivertraging van de Chinese economie kan een wereldwijde recessie veroorzaken. De effecten zullen het meest merkbaar zijn bij directe handelspartners. Naast de vertraging van de Chinese economie zijn er ook andere negatieve scenario's denkbaar. Deze scenario's zijn niet direct opgenomen in onze analyse, maar toch bestaat er een (kleine) kans dat zo'n scenario realiteit wordt. Er kan dan gedacht worden aan een situatie waarbij Italië de EU verlaat, of zelfs het uit elkaar vallen van de EU.

Positieve scenario

Zoals beschreven in het eerste hoofdstuk is productiviteitsgroei een belangrijke factor voor economische groei. In ons positieve scenario gaan we uit van een positieve productiviteitsgroei, waardoor de economie sneller en sterker kan groeien. Ook houden wij in het positieve scenario rekening met een situatie waarin fiscale verruiming plaatsvindt in de grote economieën. Dit zou een (tijdelijk) positief effect hebben op de economische groei.

Door onze positieve aannames ontlopen de grote economische regio's een recessie in 2019 en groeit de wereldeconomie alle jaren tot en met 2020. Dit zorgt ervoor dat centrale banken de rente kunnen verhogen. In het positieve scenario staat de rente eind 2020 op 1% in Europa, 4% in de Verenigde Staten, 2% in het Verenigd Koninkrijk en op 0.5% in Japan.

Beleggingscategorieën

In hoofdstuk 4 schetsen we aan de hand van het basisscenario onze rendementsverwachtingen voor de komende vier jaar. Dit doen we voor negen beleggingscategorieën:

Staatsobligaties	SO
Bedrijfsobligaties	BO
Hypotheek	HY
Asset Backed Securities	ABS
Emerging Market Debt	EMD
Aandelen	AD
Aandelen opkomende landen	AOL
Beursgenoteerd vastgoed	BV
Grondstoffen	GS

Hoofdstuk 4: Financiële markten en verwacht rendement 2017-2020

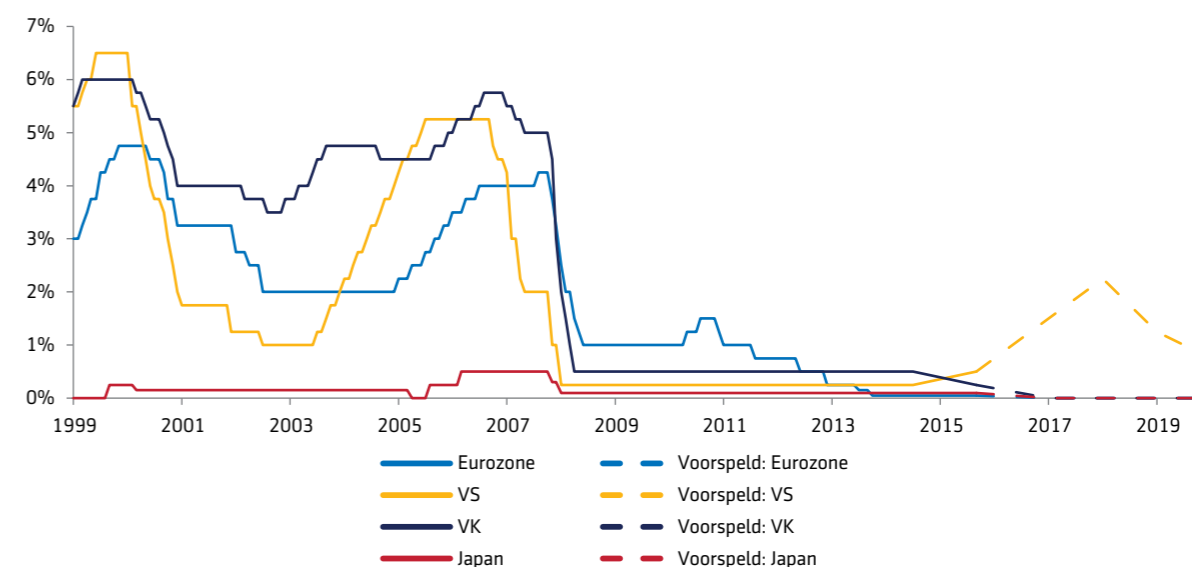
Verwacht rendement per beleggingscategorie

Staatsobligaties

Het rendement op staatsobligaties wordt voor een deel bepaald door de rentebeweging. Dus de vraag die centraal staat is of de rentes op deze historische lage stand blijven, of dat rentes in de komende jaren zullen stijgen.

Zoals beschreven in het vorige hoofdstuk verwachten we dat de economie in 2017 en 2018 zal groeien. In ons basisscenario verhoogt de Fed de rente in deze periode tot 2.25%. Onze macro-economische verwachtingen gaan uit van een milde recessie in 2019. De centrale bank van Amerika zal het monetaire beleid versoepelen om de economie te ondersteunen. Dit betekent dat wij vanaf 2019 een daling van de rentecurve verwachten.

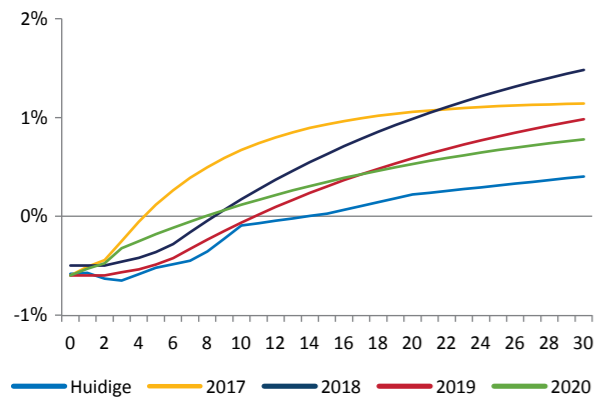
Figuur 21: Rentes centrale bank (in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

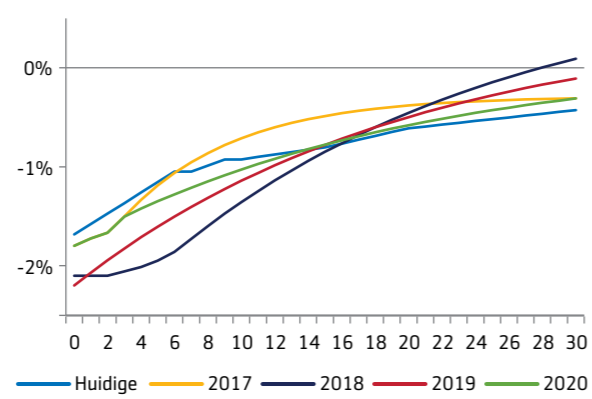
Wij verwachten dat de ECB de komende vier jaar een ruim monetair beleid zal voeren. Het huidige beleid bestaat uit een depositorente van -40bps, een opkoopprogramma van 80 miljard per maand en programma's die banken ondersteunen. Dit betekent dat de ECB op maandbasis per maand 80 miljard aan financiële instrumenten opkoopt. De huidige situatie, met lage inflatie en achterblijvende groei in een aantal landen in de Eurozone, zorgt ervoor dat wij verwachten dat de ECB genoodzaakt is het huidige opkoopprogramma te verlengen tot eind 2017. De recessie die wij in 2019 verwachten zorgt ervoor dat de ECB geen mogelijkheid heeft om het beleid te verkrappen voor 2020.

Figuur 22: Rentecurve Duitsland (in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Figuur 23: Reële rentecurve Duitsland (in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Zoals beschreven verwachten wij dat de ECB de depositorente ongewijzigd zal laten in de komende jaren. Hierdoor blijft de kortetermijnrente nagenoeg onveranderd. Wel verwachten wij een verandering van de langetermijnrente. In eerste instantie stijgt deze rente. Dit wordt veroorzaakt door de groeiende economie en het beëindigen van het opkoopprogramma. In 2019 verwachten we dat deze rente iets daalt door de milde recessie. Gegeven dit scenario gaan wij uit van een gemiddeld rendement voor Core Eurozone staatsobligaties van 0.1% per jaar.

Voor Groot-Brittannië gaan we ervan uit dat de BOE de rente voor het eind van 2016 zal verlagen om de negatieve effecten van de Brexit te beperken. Vervolgens verwachten we dat de rente niet verhoogd wordt voor het eind van onze verwachtingshorizon. Voor Japan verwachten we een soortgelijk scenario; een ruim monetair beleid tot en met 2020.

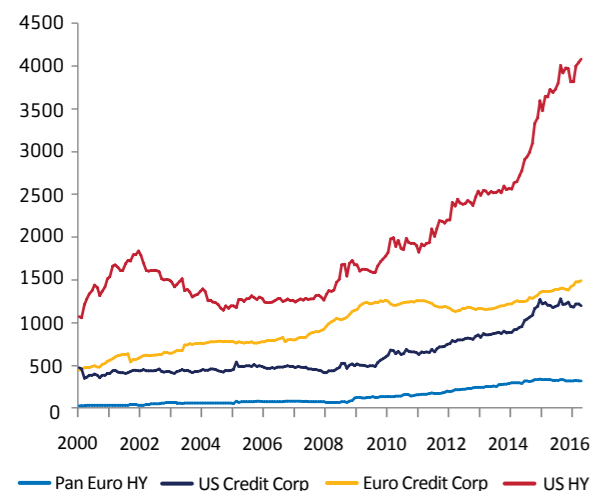
Zoals te zien in figuur 23 hebben investeerders in Duits staatspapier te maken met een negatieve reële rente. Dit geldt ook voor andere landen in Europa. Een negatieve reële rente betekent dat de rente op staatsobligaties niet compenseert voor de inflatie en dat spaargeld ieder jaar minder waard wordt in reële termen. In het algemeen wordt een negatieve reële rente als positief gezien voor kredietnemers, en negatief voor kredietverstrekkers. Voor de hoge staatsschuld van een aantal Europese landen zijn de negatieve reële rentes een uitkomst, terwijl pensioenfondsen negatieve effecten ondervinden.

BO

Bedrijfsobligaties

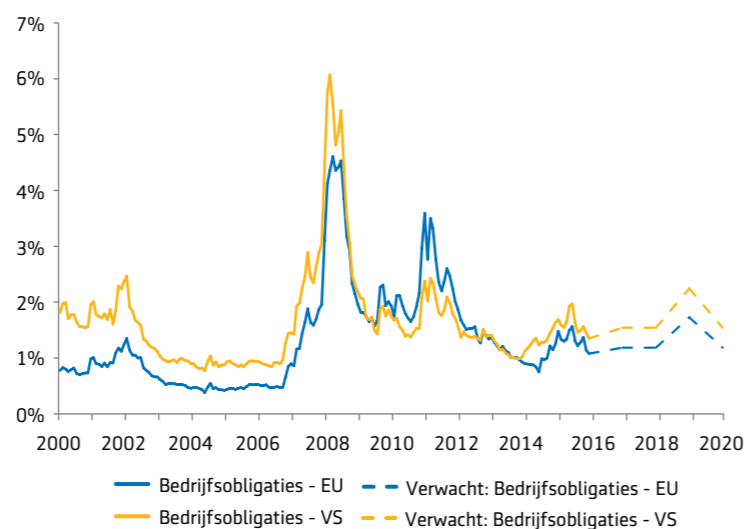
De bedrijfsobligatiesmarkt maakte de laatste jaren een grote verandering door. Na de financiële crisis groeide de markt sterk. Dit werd veroorzaakt door de lage rentes, waardoor het ophalen van kapitaal goedkoop werd, en door een hoger aantal overnames. Daarnaast vinden bedrijven steeds vaker de weg naar de kapitaalmarkt, zonder de tussenkomst van banken.

Figuur 24: Groei obligatiemarkt (uitstaande notionals bedrijfsobligaties, in miljard)



Bron: Aegon Asset Management, Barclays

Figuur 25: Kredietopslag obligatiemarkten (bedrijfsobligaties, in procent)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

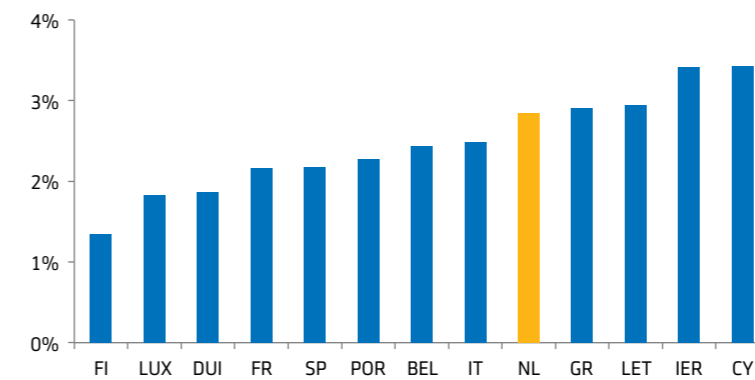
Tegelijkertijd veranderde de samenstelling van de markt. In een poging om de inflatie te verhogen en economische groei aan te wakkeren begonnen centrale banken met het opkopen van grote hoeveelheden schuld papier. In eerste instantie waren de centrale banken vooral actief in de staatsobligatiesmarkt, waardoor de rentes op staatsobligaties snel daalden tot historisch lage niveaus. Dit zorgde ervoor dat beleggers die op zoek waren naar een positief rendement een deel van hun staatsobligaties in de verkoop deden om vervolgens hun posities in bedrijfsobligaties te vergroten. Later breidden de centrale banken hun opkoopmandaten uit, waardoor de centrale banken ook bedrijfsobligaties met een hoge kredietwaardigheid opkopen. In Europa betekent dit dat de ECB voor ongeveer 7 miljard per maand bedrijfsobligaties opkoopt. Door de grotere vraag naar de obligaties daalde de kredietopslag de laatste maanden, en onze verwachting is dat dit doorgaat zolang de ECB actief blijft in de markt. In ons basisscenario gaan we ervan uit dat de ECB tot eind 2017 actief blijft in de markt. Voor de kredietopslag betekent dit dat we een daling voorzien gedurende 2017, maar dat de kredietopslag aan het einde van 2017 weer oploopt aangezien de markt vooruit loopt op het besluit van de ECB om de aankopen langzaam af te bouwen. Uiteindelijk zal het netto effect op de kredietopslag in 2017 marginaal zijn, zoals te zien in figuur 25. In 2019 verwachten wij dat de kredietopslag toeneemt. Dit wordt veroorzaakt door de milde recessie. Over de periode verwachten wij een gemiddeld rendement van 0.2% per jaar voor Europese bedrijfsobligaties met een hoge kredietwaardigheid. We verwachten dat de Noord-Amerikaanse bedrijfsobligaties met een hoge kredietwaardigheid een klein negatief rendement behalen. Voor de hoogrenderende bedrijfsobligaties verwachten we een gemiddeld rendement van 1.1% en 1.6% voor Europa en Noord-Amerika, respectievelijk.

Hypotheeken

Nederlandse hypotheeken zijn in onze ogen een zeer aantrekkelijke belegging de komende jaren. De kredietopslag op Nederlandse hypotheeken is relatief hoog doordat hypotheekverstrekkers te maken hebben met relatief dure retail funding, er beperkte concurrentie is, en de markt als geheel groeit door de positieve economische ontwikkelingen.

HY

Figuur 26: Hypotheekrentes (gemiddeld, in procent per jaar)



Bron: Europese Centrale Bank

Op dit moment is er slechts een klein aantal partijen actief in de Nederlandse hypotheekmarkt, waardoor de concurrentie beperkt is. Dit zorgt voor een relatief hoge kredietopslag. Een internationale vergelijking laat zien dat de hypotheekrente in Nederland hoger is dan in andere Europese landen. Meerdere oorzaken liggen hieraan ten grondslag, o.a. de looptijd en specifieke karakteristieken van de hypotheeken. Alleen in Ierland, Griekenland en Letland zijn de hypotheekrentetarieven hoger, terwijl in andere Europese landen de hypotheekrente lager ligt. Dit is opvallend, aangezien de Nederlandse markt een laag risico kent, terwijl in andere landen de risico's hoger zijn. Wij verwachten dat de concurrentie de komende jaren zal toenemen, waardoor de kredietopslag afneemt.

Voor de periode tussen 2017 – 2020 hebben wij een verwacht rendement van 3.2% per jaar.

ABS

De markt voor Asset Backed Securities (ABS), leningen met een onderpand, wordt momenteel bepaald door Europese instellingen. Ten eerste heeft het monetaire beleid van centrale banken op verschillende manieren invloed op de markt. De ABS markt maakt deel uit van opkoopprogramma's van centrale banken waardoor de kredietopslag is afgenomen. In de afgelopen periode heeft de ECB voor ongeveer 20 miljard ABS stukken aangekocht, en zolang het opkoopprogramma doorloopt blijft er een grote koper in de markt actief. Daarnaast zorgen centrale bank programma's, zoals het targeted longer-term refinancing operations programma van de ECB, ervoor dat partijen die traditioneel ABS papier uitgaven in de markt alternatieve financieringsmogelijkheden hebben. Hierdoor is er minder aanbod in de Europese ABS markt. Een andere manier waarop Europese instellingen invloed uitoefenen op de markt is via regelgeving. De Europese Commissie werkt aan de zogenaamde Capital Markets Union; een actieplan om de financiering van bedrijven en investeringen te stimuleren. In het plan worden de regels rondom securitisatie aangepast, wat in theorie een positief effect heeft op de ABS markt. Tegelijkertijd klinken er ook andere geluiden vanuit Brussel, bijvoorbeeld uit het Europese Parlement. De voorstellen van het Europese Parlement hebben in theorie een negatief effect op de markt. Samenvattend kunnen we concluderen dat er op dit moment onzekerheid rondom de regelgeving bestaat, en wij verwachten niet dat er op korte termijn duidelijkheid zal ontstaan.

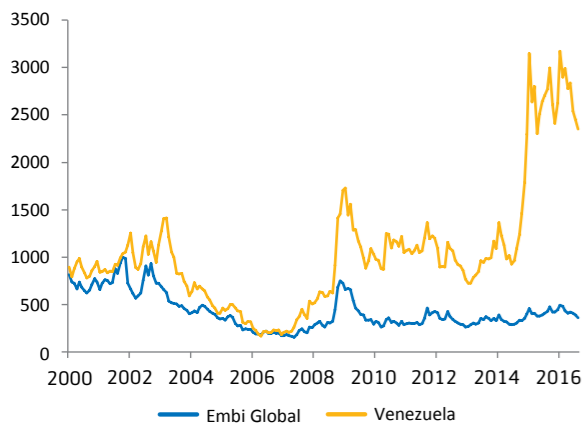
Een voordeel van ABS als beleggingscategorie is het diversificatie effect binnen een multi-asset portfolio. Traditionele multi-asset portfolio's bestaan uit twee categorieën: risico naar bedrijven en risico naar staten, bijvoorbeeld via aandelen en obligaties. Beleggingen in ABS hebben een ander soort risico, namelijk consumentenrisico. Het onderpand van de belegging is gerelateerd aan consumenten, bijvoorbeeld via consumentleningen, autoleningen en studieschuld. Dit zorgt ervoor dat het risicoprofiel van de belegging anders is dan de traditionele beleggingen, waardoor er een diversificatie effect is. Een ander voordeel van ABS is de lage rentevoeligheid. We verwachten komende jaren een licht stijgende rente, waardoor dit een aantrekkelijke eigenschap is.

Voor de komende vier jaar verwachten wij een gemiddeld rendement van 0.6% per jaar.

Emerging market debt

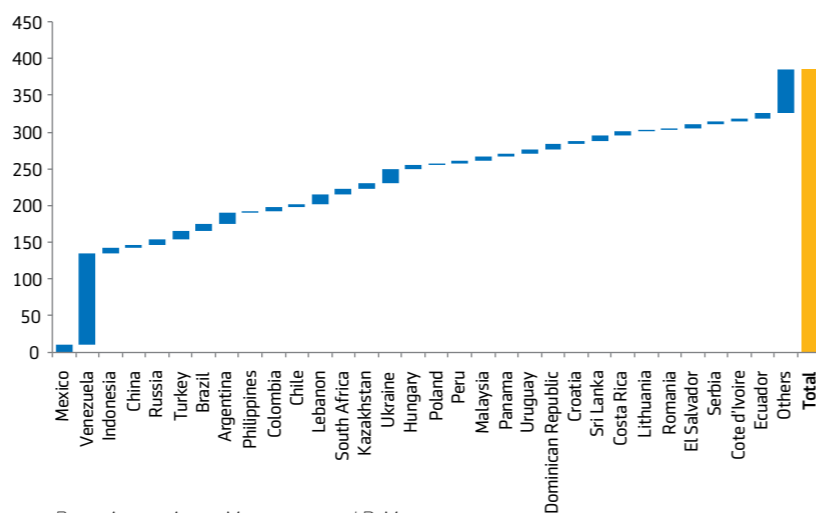
Afgelopen jaren zijn de rentes op Emerging Market Debt (EMD) behoorlijk volatiel geweest. Veel opkomende economieën zijn afhankelijk van het exporteren van grondstoffen, bijvoorbeeld Rusland en Brazilië. In 2015 en de eerste maanden van 2016 daalden de grondstoffenprijzen, wat de economieën van veel opkomende landen parten speelden. Hierdoor daalde de kredietwaardigheid van een aantal landen, en nam de kredietopslag op schuld papier toe. Deze opslag bereikte het hoogste punt sinds 2009 in de eerste maanden van 2016, toen er zorgen waren over de economische groei in China en de grondstofprijzen een tienjarig dieptepunt bereikten. De stabilisatie van grondstofprijzen heeft een positief effect gehad voor opkomende economieën. Sinds deze stabilisatie is de kredietopslag weer snel afgenomen. Naast de grondstoffenprijzen hebben ook politieke ontwikkelingen een effect gehad op de kredietopslag. Vooral de politieke ontwikkelingen in Brazilië kwamen de afgelopen maanden veelvuldig in het nieuws.

Fig. 27: Kredietopslag staatsobligaties opkomende landen (kredietopslag in basispunten)



Bron: J.P. Morgan

Figuur 28: Bijdrage aan kredietopslag index (EMBI global diversified, in basispunten)



Bron: Aegon Asset Management, J.P. Morgan

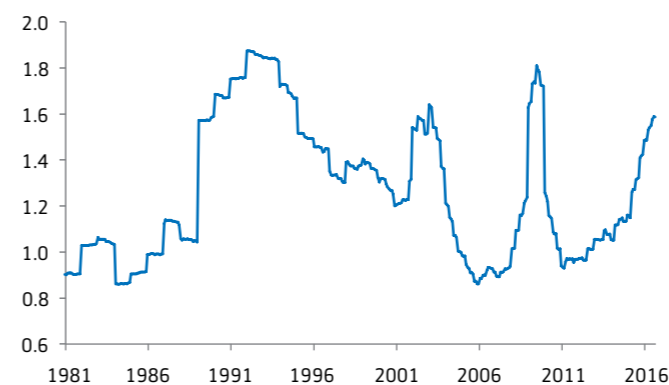
Historisch gezien is de kredietopslag opslag van de index nog steeds aantrekkelijk, zeker in vergelijking met andere beleggingscategorieën. Echter, deze opslag wordt beïnvloed door Venezolaanse obligaties. De opslag op deze obligaties is extreem hoog, en dit beïnvloedt de index. Gecorrigeerd voor Venezuela, daalt de opslag van de index met ongeveer 120bps, zoals te zien in figuur 28. Dit is historisch gezien laag, waardoor de waardering op dit moment niet bijzonder aantrekkelijk is in risico-rendement termen. Wij verwachten dat de komende jaren dat de kredietopslag ongeveer gelijk zal blijven aan de huidige kredietopslag, maar dat in 2019 de opslag iets zal oplopen. Dit is in lijn met onze macro economisch scenario en vergelijkbaar met de ontwikkelingen voor bedrijfsobligaties.

Aandelen

Aandelen is een belangrijke beleggingscategorieën in een standaard multi-asset portfolio. Alhoewel de historische rendementen volatiel zijn, is het risico-rendement profiel gunstig op de lange termijn.

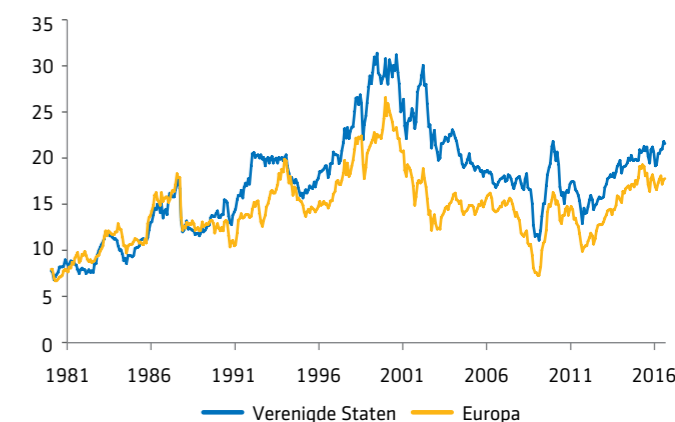
Op korte termijn is het rendement op aandelen moeilijk voorspelbaar, maar voor de langere termijn is het mogelijk om goede schattingen te maken. Hiervoor splitsen we het rendement in diverse componenten. We maken onderscheid tussen dividend, dividendgroei, het rendement door opkoop van eigen aandelen, inflatie en wisselkoerseffecten. Het huidige dividend rendement op wereldaandelen is ongeveer 2.5%. Daarnaast kopen bedrijven hun eigen aandelen in. Het opkopen van aandelen is aantrekkelijk aangezien dit gefinancierd kan worden met goedkoop kapitaal. Bedrijven kiezen ervoor om schuld uit te geven, en gebruiken de opbrengsten om eigen aandelen in te kopen. Dit is ook te zien in figuur 29, waar de netto schuld ten opzichte van EBITDA recentelijk sterk is toegenomen. Het inkopen van eigen aandelen heeft een positief effect voor het verwachte rendement, en wij schatten dat dit effect ongeveer 1.8% zal zijn in de komende vier jaar. Historisch gezien is de reële dividendgroei op een aandelenindex ongeveer 0.9%. Het aantrekkelijke van aandelen is dat er op lange termijn het dividend in lijn met inflatie kan groeien, ook dit heeft een positieve bijdrage op het verwachte rendement. De afgelopen jaren zijn de waarderingen van aandelen gestegen, dit is ook te zien in figuur 30. Door de relatief hoge waarderingen verwachten wij een negatieve herwaardering in de komende vier jaar.

Figuur 29: Netto schuld / EBITDA (ratio, netto schuld gecorrigeerd voor financials)



Bron: Aegon Asset Management, Thomson Reuters Datastream

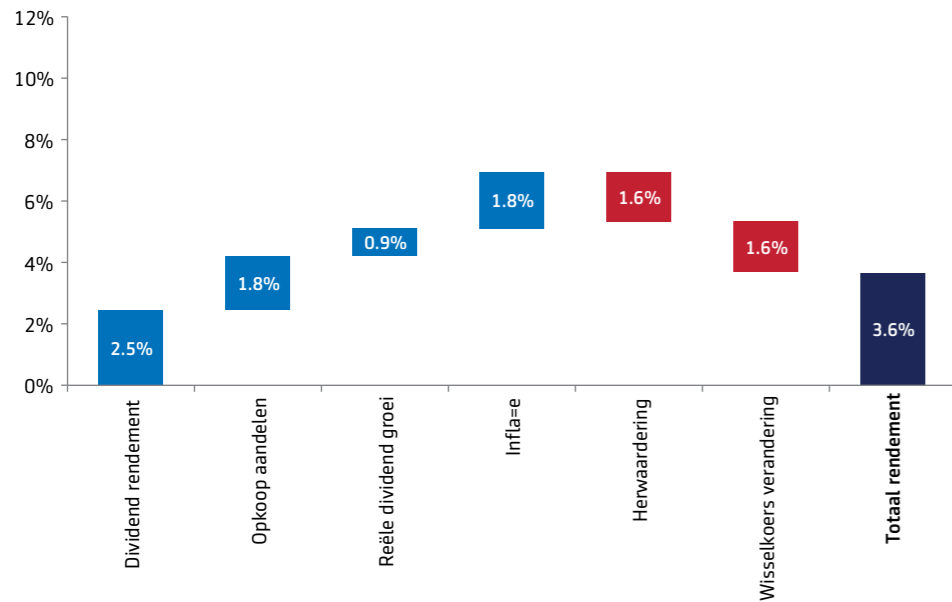
Figuur 30: Waarderingen aandelen (prijs-winst verhouding)



Bron: Thomson Reuters Datastream

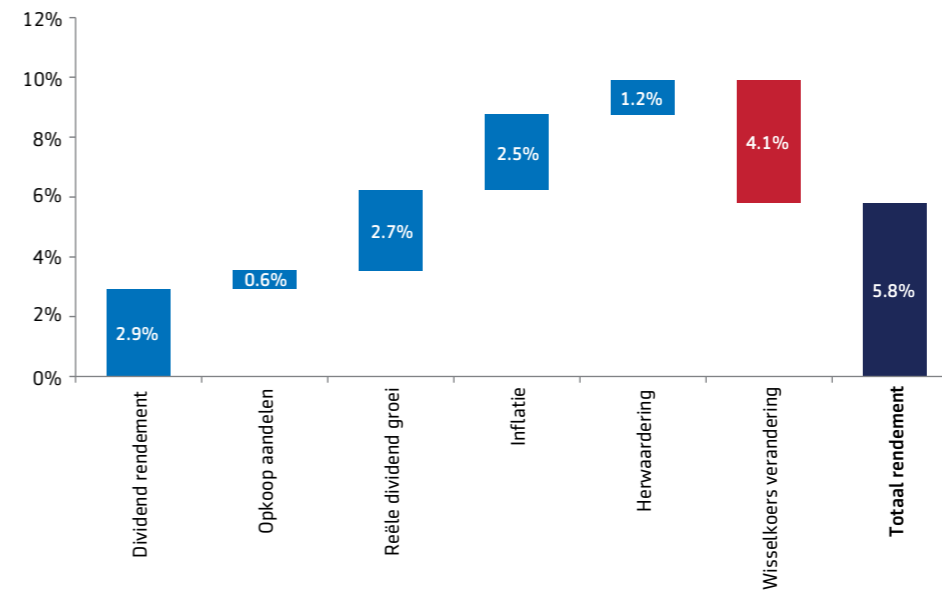
Hoewel de waarderingen van wereldaandelen niet historisch hoog zijn, zijn aandelen recentelijk wel duurder geworden. Dit kan verband houden met het ruime monetaire beleid van centrale banken, vooral in Europa, Japan en het Verenigd Koninkrijk waar centrale banken assets opkopen. Mede door de opkoopprogramma's zijn de risicovergoedingen op veel vastrentende waarden afgenomen. Beleggers die op zoek zijn naar rendement zijn daarom genoodzaakt om in andere beleggingscategorieën te gaan beleggen, waaronder aandelen. Hierdoor kan het zijn dat er meer vraag naar aandelen is ontstaan, waardoor deze steeds duurder zijn geworden. Als we alle componenten bij elkaar optellen komen wij tot een verwacht aandelenrendement van 3.6% per jaar. Voor 2017 en 2018 verwachten wij positieve rendementen. De milde recessie die wij in ons macro economische basis scenario verwachten zorgt voor negatieve rendementen in 2019. Daarna gaan wij er van uit dat de aandelenmarkten in 2020 weer corrigeren van de negatieve ontwikkelingen in 2019 en een positief rendement behalen.

Figuur 31: Verwacht rendement wereld aandelen
(rendement in euro's, in procent)



Bron: Aegon Asset Management

Figuur 32: Verwacht rendement aandelen opkomende markten
(rendement in euro's, in procent)



Bron: Aegon Asset Management

AOL

Aandelen opkomende landen

Het acroniem BRICs werd in 2001 voor het eerst geïntroduceerd. De BRICs landen, Brazilië, Rusland, India, China bevonden zich in een soortgelijk stadium van de economische ontwikkeling en werden bestempeld tot toekomstige motoren van economische groei. Hoewel de opkomende markten uit meer landen bestaan dan de BRIC landen, is de ontwikkeling van de meeste BRICs typerend voor de groep opkomende markten. De economische ontwikkeling sinds het jaar 2000 werd gekenmerkt door volatiliteit, veroorzaakt door macro-economische effecten, politieke ontwikkelingen en de prijs van grondstoffen.

Er is een aantal verschillen tussen de opbouw van het rendement van ontwikkelde landen en opkomende landen. In ontwikkelde landen verwachten wij dat de aankoop van eigen aandelen een significante bijdrage levert aan het totaal rendement, terwijl dit effect voor opkomende markten kleiner is. Daarentegen hebben opkomende markten meer potentie om een hogere reële dividend groei te behalen. Ook het inflatiecomponent is hoger voor opkomende markten, maar daarentegen is er ook een significant negatief wisselkoers effect. Het resultaat is dat wij verwachten dat aandelen in opkomende landen een gemiddeld rendement zullen behalen van net onder de 6%

BV

Beursgenoteerd vastgoed

Wereldwijd heeft beursgenoteerd vastgoed het goed gedaan als beleggingscategorie over de korte alsmede langere termijn. Het totaal rendement dit jaar tot midden september komt uit op +5.8% wat zich goed vergelijkt met een beperkte plus voor reguliere aandelen wereldwijd. Ook op de langere termijn heeft beursgenoteerd vastgoed relatief sterk gepresteerd mede dankzij de gestage daling van de rente. Een stabiele ontwikkeling van de consumenten bestedingen, aantrekkende werkgelegenheid en het afwezig zijn van overaanbod van vastgoed in de periode na de krediet crisis heeft ervoor gezorgd dat inkomsten van de vastgoedondernemingen nog steeds redelijk zijn gegroeid. Daarnaast zijn de ondernemingskosten gedaald door betere financierings voorwaarden, waarbij ondernemingen de discipline hebben opgebracht om financierings ratio's terug te brengen of conservatief te houden.

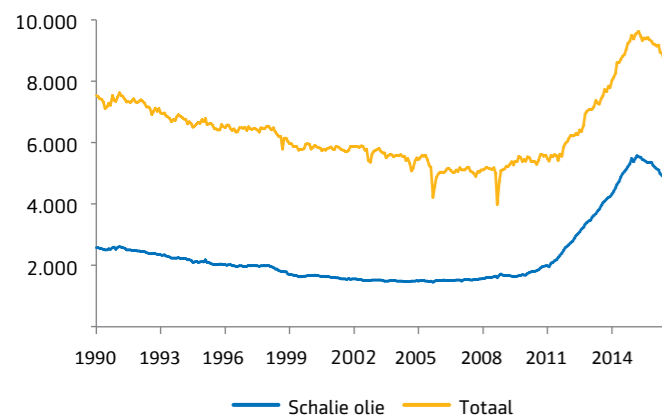
De waardering van beursgenoteerde vastgoed aandelen in de ontwikkelde landen komt nu uit rond intrinsieke waarde wat impliceert dat de markt geen grote schommelingen in het onderliggende vastgoed verwacht. Het dividend rendement van de sector komt uit rond 4% tegenover een winst per aandeel ratio van ongeveer 5%. Beide bieden een goede opslag ten opzichte van rente markten. Hierdoor zou de sector een geleidelijke stijging van de rente gekoppeld aan een eveneens geleidelijke stijging van de economische groei goed aan moeten kunnen. Tijdelijke correcties en rally's in periodes van plotselinge aanpassingen van rente verwachtingen zijn wel te verwachten en hebben we in de afgelopen periode al regelmatig meegemaakt. Voor onze lange termijn visie (2016-2020) gaan we echter uit van een jaarlijks rendement van rond de 6% voor vastgoed aandelen wereldwijd. Het dividend rendement biedt het overgrote deel van het rendement terwijl de rente stijging wordt gecompenseerd door groei gerealiseerd op de bestaande portfolio alsmede door groei-initiatieven van het management team zelf. Wij zien Europa en Azië als de meest interessante beleggingsmarkten.

Vanaf september dit jaar heeft de GICS (Global Industry Classification Sector in eigendom van MSCI en S&P) vastgoed een eigen classificatie toegekend. Als gevolg zullen wereldwijde fonds managers zeer waarschijnlijk beursgenoteerd vastgoed als aparte categorie opnemen in hun fondsaanbod. Op de middellange termijn verwachten we een stijging van de interesse en kapitaal belegd in de sector als gevolg van deze structurele wijziging.

Grondstoffen

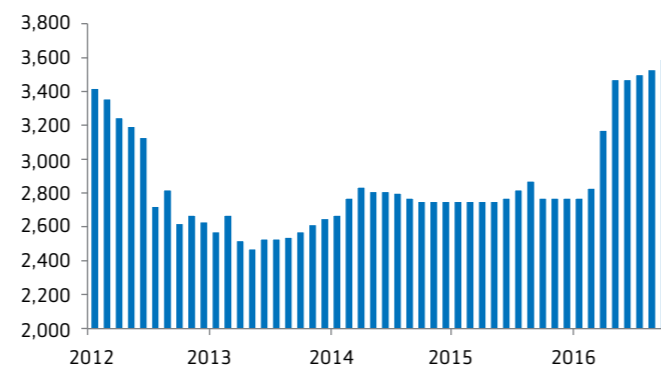
Na enkele jaren van relatief stabiele prijzen daalden grondstoffenprijzen sterk gedurende 2014 en 2015. Deze daling werd vooral veroorzaakt door de gematigde economische groei, de appreciatie van de dollar en door een verandering in de dynamiek van de markten. Sinds 2016 lijkt er een einde gekomen aan deze sterke daling en zijn grondstofprijzen gestabiliseerd. Ook olie, de belangrijkste grondstof, stabiliseerde en lijkt een tijdelijke bodem gevonden te hebben boven 40 USD per vat.

Figuur 33: Olieproductie Verenigde Staten
(in duizend vaten per dag)



Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Figuur 34: Olieproductie Iran
(in duizend vaten per dag)



Bron: Bloomberg

Olie is de belangrijkste component van de grondstoffenindex. De laatste jaren is de dynamiek in de markt veranderd, vooral aan de aanbod kant. Sinds 2011 is schalieolie sterk opgekomen, vooral in de Verenigde Staten. Deze opkomst bereikte een hoogtepunt in 2015, toen de Verenigde Staten ongeveer 10 miljoen vaten per dag produceerden, ongeveer 4 miljoen meer dan voor de schalie-revolutie. In de beleggingsvisie van vorig jaar beschreven wij dat schalieproducenten een gemiddelde prijs van tussen de 60-70 dollar per vat nodig hebben om winstgevend te zijn. Doordat de olieprijs al geruime tijd onder de 60 dollar ligt, neemt de productie van schalieolie af en daalt het marktaanbod. Dit effect is te zien in figuur 33. Naast het toegenomen aanbod door schalieproductie, heeft ook Iran weer toegang gekregen tot de internationale oliemarkt. In januari werden de handelsrestricties opgevoerd waardoor het land weer olie op de internationale markt kan aanbieden. Iran schaalde de productie snel op en produceert op dit moment meer dan 3.5 miljoen vaten per dag.

Onze verwachte economische groei heeft een gemixt effect op grondstofprijzen. In ons basisscenario gaan we uit van twee jaar economische groei, waardoor wij in die jaren een positief prijs effect verwachten. Tegelijkertijd houden wij rekening met een verkrappen rentebeleid in de Verenigde Staten. Dit zal ervoor zorgen dat de dollar apprecieert. Aangezien de meeste grondstoffen in dollars verhandeld worden, zorgt een appreciatie van de dollar ervoor dat grondstoffen in lokale valuta duurder zijn. Dit zorgt voor een negatief effect op de grondstofprijzen. Beleggen in grondstoffen gebeurt niet via de fysieke grondstoffen maar met financiële derivaten. Aan beleggen op deze wijze zitten een aantal technische aspecten, zoals het zogenaamde rol-rendement van futures contracten. Hierdoor is het rendement van beleggen in grondstoffen niet per definitie gelijk aan het prijsrendement van de grondstof op de dagelijkse marktplaats. Als wij alle componenten analyseren verwachten wij een rendement van 3.0% gemiddeld over de komende vier jaar.

Verwachte rendementen

Verwachte rendementen 2017-2020

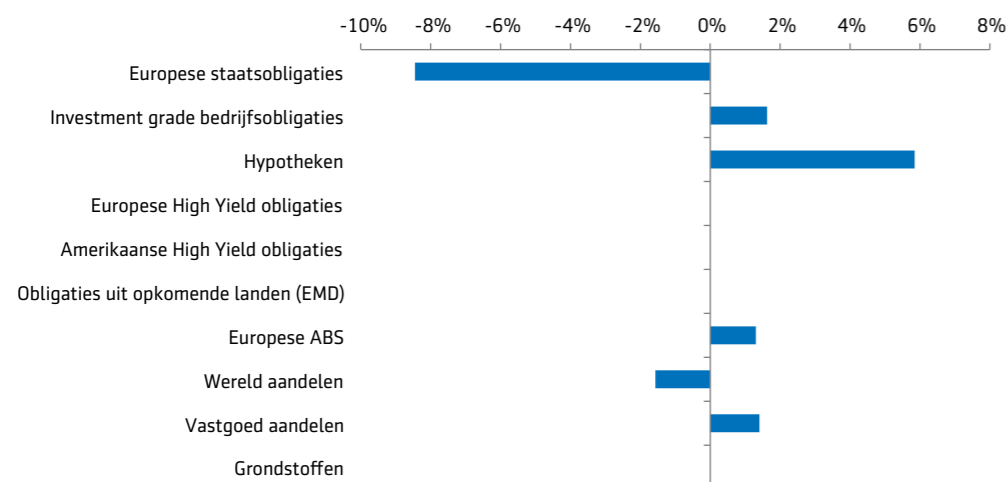
Beleggingscategorie	Basisscenario
Beursgenoteerd vastgoed	6,0%
Aandelen opkomende markten (hedged)	5,8%
Private equity	3,8%
Wereldwijde aandelen (hedged)	3,6%
Hypotheke (hedged)	3,2%
Grondstoffen	3,0%
Hedge Funds	2,2%
Noord-Amerikaanse hoogrenderende bedrijfsobligaties (hedged)	1,6%
Europese hoogrenderende bedrijfsobligaties (hedged)	1,1%
Staatsobligaties opkomende markten (hedged)	0,7%
Euro Asset Backed Securities (hedged)	0,6%
Europese bedrijfsobligaties met hoge kredietwaardigheid (hedged)	0,2%
Core Eurozone staatsobligaties (hedged)	0,1%
Noord-Amerikaanse bedrijfsobligaties met hoge kredietwaardigheid (hedged)	-0,2%

Bron: Aegon Asset Management, Bloomberg

Hoofdstuk 5: Samenstelling beleggingsportefeuille

De asset allocatie van verschillende fondsen en mandaten van Aegon Asset Management wordt, binnen de afgesproken grenzen, periodiek aangepast aan de wisselende marktomstandigheden. De uitkomst van de Langetermijnsenario's heeft veel invloed op deze allocatie. Hierbij is het startpunt de neutrale allocatie. De aanpassingen ten opzichte van deze neutrale allocatie zijn weergegeven in figuur 35.

Figuur 35: Asset allocatie 2016
(wegingen ten opzichte van modelportefeuille)



Bron: Aegon Asset Management

Wij hebben een significante onderweging in Europese staatsobligaties. Daartegenover staan overwegingen in Europese investment grade bedrijfsobligaties, Asset Backed Securities en hypotheek. Binnen de categorieën met een hoger risico hebben wij een overweging in beursgenoteerd vastgoed, maar een onderweging in wereldaandelen. Deze allocatie wordt bepaald door middel van een zogenaamd "Black Litterman" model. Hierbij gebruiken we onze verwachte rendementen, correlaties tussen beleggingscategorieën en de volatiliteiten van deze categorieën. We gebruiken hiervoor niet alleen ons basisscenario, maar ook de andere scenario's die wij waarschijnlijk achten. Het model is in staat om al deze gegevens te combineren, waardoor het een optimale allocatie berekend binnen de mandaat restricties. De uitkomsten worden gebruikt voor de uiteindelijke allocatie beslissing.

De asset allocatie sluit aan bij onze verwachtingen uit het basisscenario. Door het vooruitzicht dat de rente zal stijgen, specifiek de langetermijnrentes, zijn we voorzichtig met een blootstelling naar staatsobligaties. De overweging in investment grade bedrijfsobligaties komt voort uit de relatief positieve rendementsverwachtingen voor deze categorie, terwijl het risicoprofiel relatief laag is. De overweging naar ABS en hypotheek wordt verklaard door het gunstige rendement-riisicoprofiel en de positieve diversificatie effecten. Vastgoed biedt een aantrekkelijke opslag, en rendeert in ons basisscenario beter dan wereldwijde aandelen.

Met deze asset allocatie verwachten we een beter rendement te behalen dan de neutrale allocatie. Echter, we verwachten dat de rendementen laag zullen zijn gezien de huidige marktomstandigheden.

Bijlage: Langetermijnsenario's in cijfers 2017-2020

Macroeconomische verwachtingen 2017 - 2020					
BBP Groei (%)	Euro zone	US	UK	Japan	China
2017	1.3%	2.3%	-0.5%	0.6%	6.8%
2018	1.3%	1.7%	1.5%	0.5%	5.8%
2019	-0.1%	0.3%	0.2%	-0.6%	5.7%
2020	0.8%	1.4%	0.8%	-0.1%	5.4%

Inflatie (%)	Euro zone	US	UK	Japan
2017	1.2%	2.1%	2.3%	0.8%
2018	1.6%	2.3%	2.4%	0.9%
2019	1.6%	1.9%	1.8%	0.8%
2020	1.2%	1.6%	2.0%	0.6%

Centrale bank rente (%)	Euro zone	US	UK
2017	0%	1.50%	0.1%
2018	0%	2.25%	0.1%
2019	0%	1.25%	0.1%
2020	0%	0.75%	0.1%

Tabel 1: De Chinese centrale bank hanteert meerdere beleidsinstrumenten waardoor de publicatie van een enkele rente een te beperkt beeld geeft van het monetaire beleid.

Bron: Aegon Asset Management

Bronnen

- Bank for International Settlements (2014). 84rd Annual Report.
- BBC. (2016). Five models for post-Brexit UK trade.
- Brynjolfsson, E., & McAfee, A. (2012). Race against the machine: How the digital revolution is accelerating innovation, driving productivity, and irreversibly transforming employment and the economy. Brynjolfsson and McAfee.
- Byrne, D. M., Fernald, J., & Reinsdorf, M. (2016). Does the United States have a Productivity Slowdown or a Measurement Problem.
- Campos, N. F., Coricelli, F., & Moretti, L. (2014). Economic Growth and Political Integration: Estimating the Benefits from Membership in the European Union Using the Synthetic Counterfactuals Method.
- Cardarelli, M. R., & Lusinyan, L. (2015). US Total Factor Productivity Slowdown: Evidence from the US States (No. 15-116). International Monetary Fund.
- Frey, C. B., & Osborne, M. A. (2013). The future of employment: how susceptible are jobs to computerisation.
- Gordon, R. J. (2012). Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds (No. w18315). National Bureau of Economic Research.
- Keynes, J. M. (1933). Economic possibilities for our grandchildren (1930). Essays in persuasion, 358-73.
- Manyika, J., Woetzel, J., Dobbs, R., Remes, J., Labaye, E., & Jordan, A. (2015). Global Growth: Can Productivity Save the Day in an Aging World?. McKinsey Global Institute.
- OECD (2014), The future of productivity, OECD Paris.
- The Economist (2014). The future of jobs: The onrushing wave.

Over Aegon Asset Management

Aegon Asset Management is een wereldwijde vermogensbeheerder met een actief investeringsbeleid. Onze expertise helpt onze klanten om verantwoordelijkheid te nemen voor hun financiële toekomst. De focus ligt hierbij op het bouwen van een vertrouwensrelatie en het leveren van goede beleggingsresultaten. Institutionele en particuliere investeerders hebben Aegon Asset Management wereldwijd een vermogen van ongeveer €346 miljard toevertrouwd.

In onze grootste markten, het Verenigd Koninkrijk, Europa, Noord-Amerika en Azië, zorgen onze specialistenteams voor oplossingen van hoge kwaliteit voor alle asset classes. Onze klanten profiteren van de uitgebreide internationale onderzoekscapaciteiten en kennis van de lokale markten, van zowel Aegon Asset Management, als Kames Capital (Verenigd Koninkrijk) en TKP Investments (fiduciair manager in Nederland).

De kern van ons producten- en oplossingenpalet in Nederland zijn - alternatieve - vastrentende waarden en multi-asset oplossingen. Door diversificatie en actief beleid halen we een hoger rendement bij een lager risico in beleggingsstrategieën die zijn afgestemd op langjarige verplichtingen.

Aegon Asset Management is onderdeel van de Aegon, één van de grootste financiële dienstverleners op het gebied van verzekeringen, pensioenen en vermogensbeheer.