

Beleggingsvisie

Lange Termijn Scenario's 2015 - 2018



**Basisscenario:
Gematigd
optimisme**

Pagina 04

**Financiële
markten en
verwacht
rendement**

Pagina 17

Samenvatting	3
1 Basisscenario: Gematigd optimisme	4
Overzicht basisscenario 2015-2018	4
Europa en de Verenigde Staten: economische ontwikkelingen	4
Europa en de Verenigde Staten: aantrekkende groei	8
China: kans of risico?	9
Japan: Abenomics en vergrijzing	10
Opkomende landen: hoge groei, corruptie en dalende grondstofprijzen	12
Uitgelicht: Nederland, rooskleurige vooruitzichten in de polder?	12
2 Risicoscenario's: Chinese kredietcrisis, versnelde groei	14
Negatief scenario: Chinese kredietcontractie	14
Positief scenario: wereldwijde groeiversnelling	15
Andere mogelijke scenario's denkbaar	16
3 Financiële markten en verwacht rendement	17
De tijd van lage rentes...	17
... is nog niet voorbij	17
Verwacht rendement per beleggingscategorie	18
4 Samenstelling beleggingsportefeuille	22
5 Evaluatie langetermijnsenario's 2010 - 2014	24
Bijlage: langetermijnsenario in cijfers 2015-2018	26

Samenvatting

De komende jaren verwachten wij een scenario waarin de wereldwijde economische groei aantrekt, maar wel laag blijft. De Verenigde Staten heeft daarin een voortrekkersrol en in Europa zien we nu ook de tekenen van herstel. Dat herstel in het Westen is vooral te danken aan drie groei motoren: monetaire verruiming, fiscaal beleid en hervormingen.

De Chinese economie blijft voorlopig groeien, maar wel minder hard dan we gewend zijn.

De ontwikkelingen in de opkomende landen lopen sterk uiteen, waarbij vooral grondstoffenexporteurs het zwaar te verduren hebben.

Aegon Asset Management is in het basisscenario van haar Lange Termijn Scenario's 2015 – 2018 daarom gematigd positief over de economische ontwikkeling.

Rente op staatsobligaties blijft laag

We denken dat de Europese centrale bank de rente tot 2017 laag houdt. In het basisscenario loopt de inflatie op tot boven de 2% en trekt de groei aan, wat tot langzaam oplopende langetermijnrentes leidt. Daarbij is het rendement op staatsobligaties aanvankelijk nog positief, maar slaat het uiteindelijk om naar negatief. De rentes op obligaties uit de periferie liggen hoger, waardoor het gemiddeld rendement hoger uitkomt.

Aandelen leveren 6,2% op

De wereldwijde aandelenmarkt bestaat voor de helft uit Amerikaanse aandelen. Deze markt, met zijn huidige hoge waardering, heeft dan ook een enorme invloed op de aandelenmarkt als geheel. Na de kredietcrisis werd het sentiment in Amerika steeds positiever. In combinatie met de gezonde economische groei gaf dit beleggers extra vertrouwen.

Ondertussen is al veel van het goede nieuws in de prijs verwerkt. Voor de komende 4 jaar gaan we uit van een relatief laag rendement van 3,6% voor Amerikaanse aandelen.

In Europa heeft de schulden crisis een flinke invloed gehad op de waardering, zodat aandelen in deze regio voordeliger geprijsd zijn. Het verwachte rendement ligt hier met 7,4% dan ook fors hoger. Voor de langetermijnbelegger liggen er verder interessante kansen op markten die de afgelopen jaren achterbleven, zoals China. Hier ligt het verwachte gemiddelde rendement de komende 4 jaar boven de 10%. Als we de rendementen per regio optellen komen we uit op een verwacht gemiddeld rendement van 6,2% in de periode 2015-2018.

Conclusie voor uw portefeuille

We hebben een portefeuille samengesteld die profiteert van dalende kredietopslagen. Dit vertaalt zich in een hogere allocatie naar investment grade bedrijfsobligaties en Asset Backed Securities. Bovendien doet onze portefeuille het beter dan de neutrale portefeuille als de rente stijgt. Door onze onderweging in indirect vastgoed geldt dit ook bij een stijgende Amerikaanse rente. Indirect vastgoed bestaat namelijk voor de helft uit Amerikaanse aandelen, wat deze categorie extra gevoelig maakt voor veranderingen van de Amerikaanse rente.

In deze editie van de 'Beleggingsvisie, Lange Termijn Scenario's 2015 – 2018' vindt u de uitgebreide analyse van Aegon Asset Management over de wereldwijde economische ontwikkelingen tot en met 2018.

1 Basisscenario: Gematigd optimisme

Dit hoofdstuk beschrijft de economische trends en onze visie op de ontwikkelingen in de periode 2015-2018. We bekijken de situatie voor Europa, de Verenigde Staten, China, Japan, de opkomende landen en Nederland. De risicoscenario's, positief en negatief, komen aan bod in hoofdstuk twee.

Overzicht basisscenario 2015-2018

In het basisscenario trekt de wereldwijde economische groei aan, met de Verenigde Staten in de voortrekkersrol. Ook de Europese economie herstelt zich: de kredietverlening komt op gang en de inflatie loopt in 2018 op naar 2%. Vooral Spanje, Portugal en Ierland doen het goed. In de Verenigde Staten schommelt de economische groei de komende jaren rond de 2%. In Europa ligt de groei wat lager, maar in beide regio's ligt de gemiddelde groei wel boven de trendgroei.

De Chinese economie blijft groeien, maar wel minder hard dan we gewend zijn: volgend jaar nog 7,3%, daarna wat minder. De transitie van een exportgedreven naar een consumptiegedreven economie zorgt voor deze minder spectaculaire cijfers. De ontwikkelingen in de overige opkomende landen lopen sterk uiteen, waarbij vooral grondstoffen-exporteurs het zwaar hebben. De Japanse economie stabiliseert zich door Abenomics, maar de groei blijft bescheiden.

Europa en de Verenigde Staten: economische ontwikkelingen

Het economisch herstel is in de Verenigde Staten al goed op gang gekomen. Europa lijkt, met de gebruikelijke vertraging, nu te volgen. Voordat we

de verwachte groei per regio bespreken, kijken we hieronder eerst naar enkele belangrijke economische ontwikkelingen in Europa en de Verenigde Staten.

Het einde van de eurocrisis

Zoals we vorig jaar al voorspelden, is de Europese schuldencrisis naar de achtergrond verdwenen. Beleggers maken zich ondertussen duidelijk minder zorgen over de houdbaarheid van staatsschulden, zoals blijkt uit de rente op Zuid-Europese staatsobligaties (grafiek 1.1). De rente op Portugese obligaties daalde bijvoorbeeld van 16% op het hoogtepunt van de crisis, naar ongeveer 3%.

De rentedaling in perifeer Europa is het gevolg van de vergaande steunmaatregelen van de Europese centrale bank, in combinatie met de hervormingen die veel landen hebben doorgevoerd. In landen als Ierland, Spanje en Portugal is het effect hiervan duidelijk zichtbaar: de werkloosheid daalt en de economische groei trekt aan (grafiek 1.2 en 1.3).

We verwachten dat Spanje, Portugal en Ierland zich verder herstellen. De loonkosten zijn hier gedaald, met een verbeterde concurrentiepositie en hogere exporten tot gevolg. Italië en Frankrijk blijven achter, wat zich uit in een blijvend hoge werkloosheid. Hoewel de Italiaanse premier Renzi en het nieuwe

Franse kabinet ambitieuze plannen hebben, moet er nog behoorlijk wat gebeuren.

Monetaire verruiming in Europa en de Verenigde Staten

De Amerikaanse centrale bank heeft het derde quantitative easing-programma (QE) in oktober 2014 beëindigd waardoor het is gestopt met het opkopen van staatsobligaties en mortgage backed securities (MBS). De Europese centrale bank is daar in dezelfde maand juist mee begonnen. Dit is symbolisch voor het enorme verschil tussen deze twee economieën: Europa kan de lange periode van stagnatie maar niet van zich afschudden, terwijl de Verenigde Staten sinds 2010 stabiel doorgroeit.

Het opkoopprogramma van de Europese centrale bank heeft twee doelen. Het eerste is een inflatie van 2%. Dit moet een voor de economie schadelijke deflatoire spiraal voorkomen en maakt tegelijkertijd de (staats)schulden beter houdbaar.

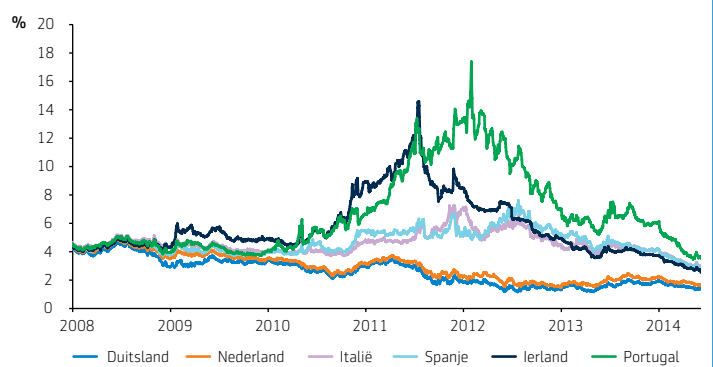
Het tweede doel is herstel van het monetaire transmissiemechanisme. De huidige lage rente wordt namelijk nog lang niet altijd door banken doorgegeven aan bedrijven en consumenten. Lagere financieringskosten voor banken maakt het makkelijker om dit wél te doen, wat vervolgens de economische activiteit ondersteunt. Een probleem is dat de banken hun kapitaal verhogen vanwege nieuwe regelgeving, waardoor ze deze lagere financieringskosten nog niet doorberekenen. Tevens maakt dit banken terughoudend met de kredietverlening aan bedrijven en particulieren.

In de Verenigde Staten lijken de opkoopprogramma's tot nu toe succesvol: de rente op hypotheekobligaties en bedrijfsobligaties ligt nu onder het niveau van vóór de kredietcrisis. In Europa valt nog veel te winnen. Zo is de Nederlandse hypotheekrente ten opzichte van staatsobligaties nog steeds hoog, maar we verwachten wel dat het verschil de komende jaren langzaam afneemt.

In onze visie lukt het de Europese centrale bank om de inflatie langzaam richting de 2% te sturen. Daarbij

Grafiek 1.1

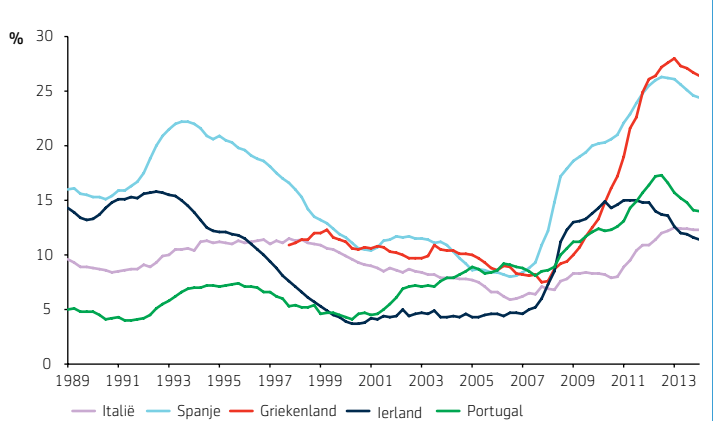
Tienjaarsrente op staatsobligaties.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 1.2

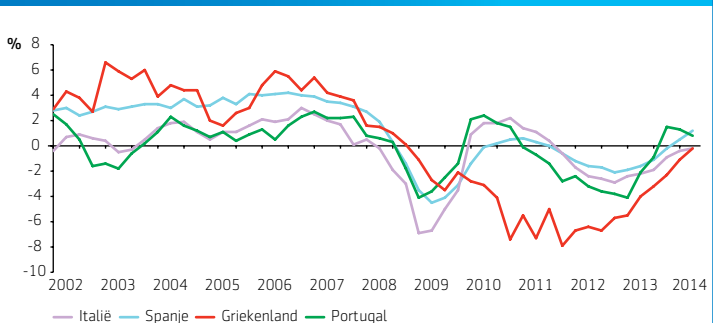
Werkloosheid in de Europese periferie.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 1.3

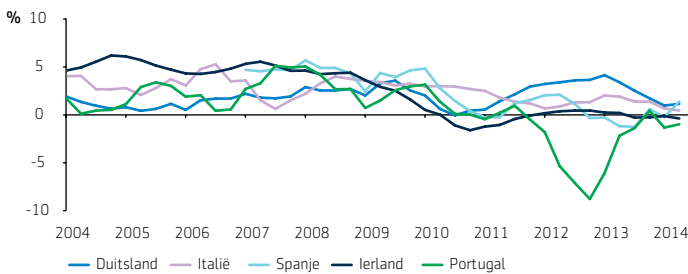
Groei Bruto Binnenlands Product in de Europese periferie.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 1.4

Looninflatie van diverse Europese landen.



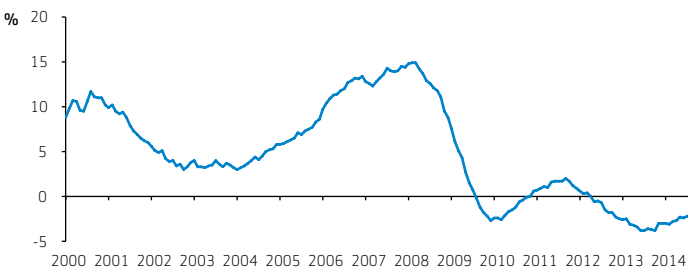
Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

zal de aantrekkende economie van met name de Noord-Europese landen tot hogere lonen leiden. Dit is nu al zichtbaar in de Duitse looninflatie, die sinds de eurocrisis hoger is dan in de perifere landen (grafiek 1.4). De krappere arbeidsmarkt in Duitsland leidt waarschijnlijk tot verdere loonstijgingen, maar het duurt zeker nog enkele jaren voordat ook andere landen een stijgende loondruk laten zien.

Het opkoopprogramma heeft niet alleen voordelen: de lagere rentes worden namelijk ook doorberekend in sectoren die dit niet nodig hebben. Zo zal de Duitse hypotheekrente verder dalen, terwijl de huizenmarkt en economie het hier al goed doen. Ook is in de Verenigde Staten de markt voor fusies en overnames sterk gegroeid door het goedkope geld. Het gevaar hiervan is een nieuwe kredietcyclus, die uiteindelijk weer kan leiden tot een onhoudbaar schuldenniveau. In Europa is daarvan voorlopig nog geen sprake: hier zien we juist een afname van kredieten. Een tweede nadeel van het opkoopprogramma is dat de hervormingsdruk op overheden afneemt. Al met al moet de Europese centrale bank de voor- en nadelen blijven afwegen.

Grafiek 1.5

Groei uitstaande leningen aan niet-financiële bedrijven binnen de Eurozone.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

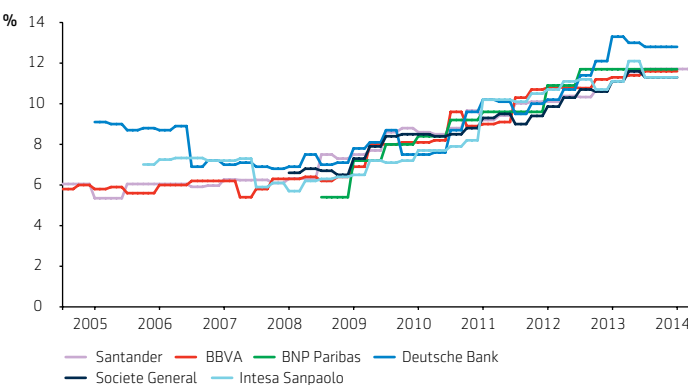
Kredietverlening gerepareerd

De Europese centrale bank heeft de rente verlaagd naar 0,05% en banken kunnen dankzij de (T)LTRO-programma's zeer voordelig en voor lange periodes geld lenen. Desondanks daalt de hoeveelheid leningen in Europa al jaren (grafiek 1.5).

Een belangrijke reden hiervoor is de steeds strengere regelgeving, die eist dat banken meer kapitaal aanhouden. Maar ook de vraagkant is zwak. Uiteraard is de intentie van deze regelgeving een lagere kans op bankfaillissementen. Een neveneffect is echter dat banken terughoudend zijn geweest bij het verstrekken van leningen. Banken kunnen immers op twee manieren de verhouding tussen hun bezittingen – ofwel leningen – en kapitaal verbeteren: kapitaal verhogen of leningen verminderen. Afgelopen jaren hebben banken beide methodes toegepast waardoor de kapitaalratio's langzaam stijgen (grafiek 1.6). In Europa is het bankkapitaal niet verhoogd door een

Grafiek 1.6

De kernkapitaalratio van enkele grote Europese banken.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

grote overheidsinjectie, zoals die in 2008 in de Verenigde Staten wel plaatsvond. Het gevolg hiervan is een langzamer economisch herstel. Dit jaar heeft de Europese centrale bank een 'asset quality review' uitgevoerd om te onderzoeken of banken voldoende bestand zijn tegen neerwaartse schokken. Aangezien banken niet precies wisten hoe streng de Europese centrale bank hierbij zou zijn, bleven ze zeer terughoudend met het verstrekken van leningen. We verwachten dat de kapitaalratio's nu voldoende gestegen zijn. Dit leidt in het basisscenario tot een toenemende bereidwilligheid van banken om leningen te verstrekken, met een positief effect op de investeringen en de economische groei in Europa.

Gebrek aan investeringen?

In veel ontwikkelde landen zijn investeringen de afgelopen jaren afgenomen (grafiek 1.7). Sommige doemdenkers noemen dit "Japanificatie" van onze economie. Terwijl anderen, zoals Larry Summers, Amerikaans hoogleraar en oud-minister van financiën, spreken over "seculiere stagnatie". Volgens hen zal de afname van investeringen, negatieve gevolgen hebben voor de toekomstige economische groei, omdat dit de productiecapaciteit van de economie aantast.

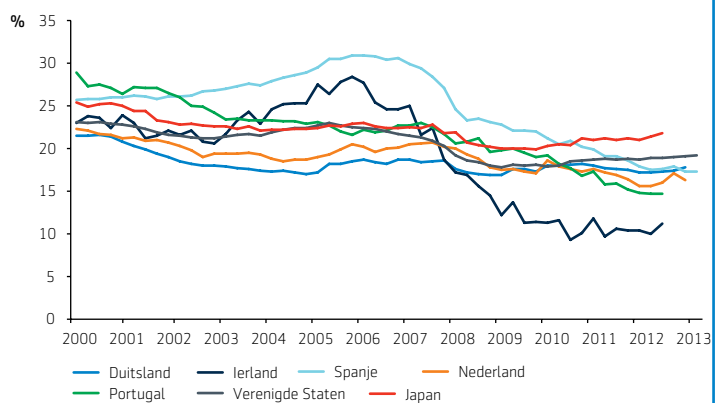
Volgens ons is de belangrijkste oorzaak de woning-hausse die aan de crisis vooraf ging; investeringen in woningen stegen hard voor de crisis en dalen net zo hard na de crisis. Als we bijvoorbeeld Duitsland en Spanje vergelijken, valt op dat de woninginvesteringen in Spanje sterk teruglopen, terwijl die in Duitsland juist licht stijgen (grafiek 1.8). Gezien de enorme huizenbubbel waar Spanje mee te kampen had, is dit niet verwonderlijk. Spaanse woninginvesteringen zijn gewoonweg laag als gevolg van het overaanbod aan nieuw gebouwde woningen.

Dit is een belangrijke conclusie, omdat dit betekent dat de productiecapaciteit van de economie niet wordt aangetast. Een lagere productie van woningen is ten slotte heel gezond als er nog een groot aanbod is.

We verwachten dat uiteindelijk met het herstel van de Europese huizenmarkten ook de investeringen weer

Grafiek 1.7

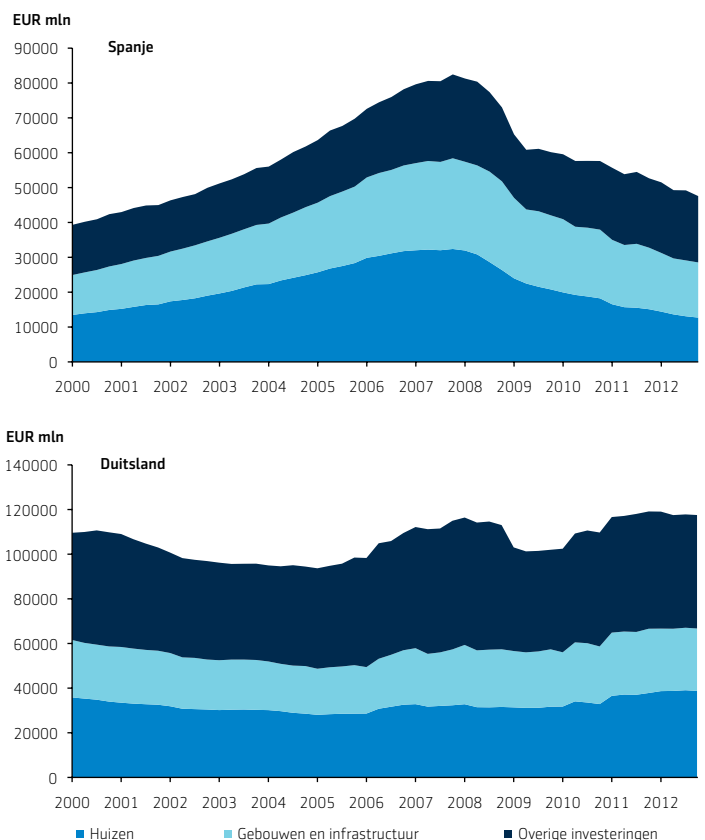
Investeringen in kapitaalgoederen als percentage van het Bruto Binnenlands Product.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 1.8

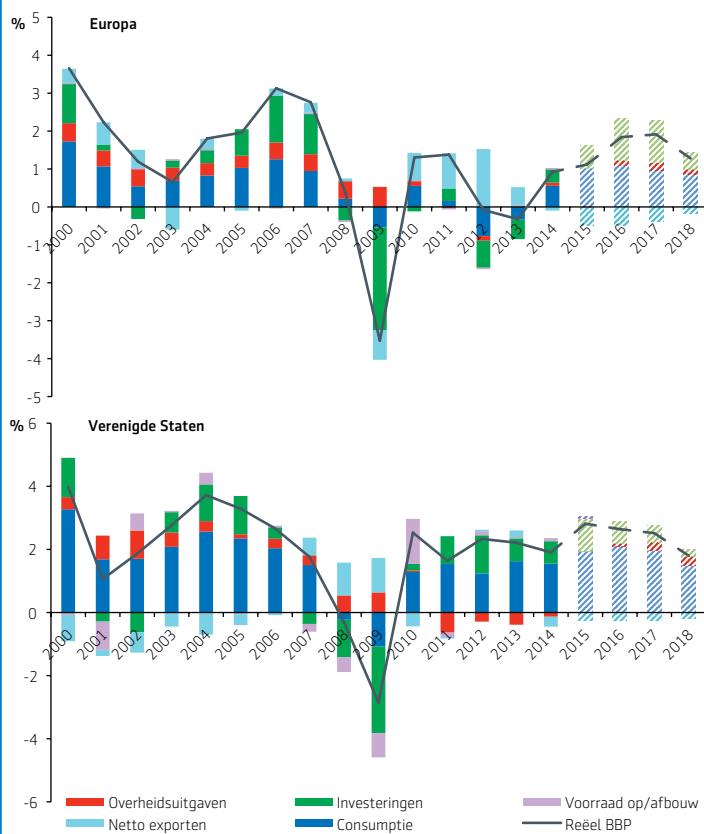
Verdeling van investeringen in Spanje en Duitsland.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 1.9

Bruto Binnenlands Product-groei per capita van de Europese Unie en de Verenigde Staten uitgesplitst in onderliggende componenten.



Bron: Bloomberg

aantrekken, met een positief effect op de economische groei. Het investeringsniveau blijft echter nog jaren lager dan vóór de crisis. Het kost immers tijd om het overaanbod van huizen weg te werken. Ook in de Verenigde Staten verwachten we een positief effect op de groei door hogere investeringen. Daar is het effect echter kleiner, omdat met name bedrijfs-investeringen al grotendeels hersteld zijn.

Europa en de Verenigde Staten: aantrekkende groei

Groeiende consumentenbestedingen moeten de groei in de VS en Europa ondersteunen in de komende jaren. Om een goede analyse te maken van de economische groei, splitsten we deze in verschillende componenten: consumentenbestedingen, overheidsuitgaven, investeringen en netto export. In grafiek 1.9 staat de bijdrage van de diverse bestedingscomponenten aan de BBP-groei in de afgelopen jaren en onze verwachting voor de komende jaren.

Consumentenbestedingen

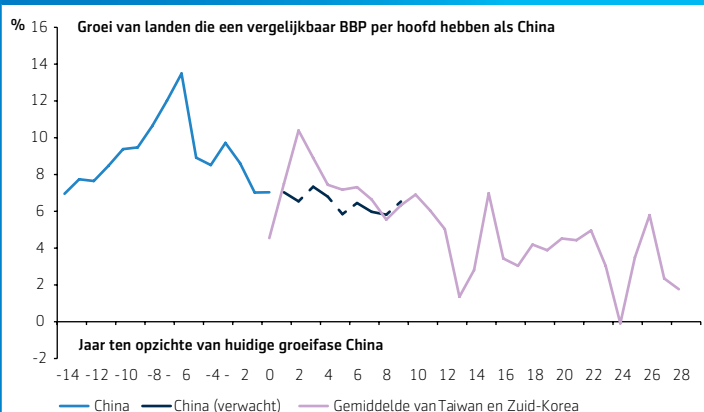
Consumptie vormt de belangrijkste component voor het bepalen van de economische groei. In de Verenigde Staten vormen consumentenbestedingen ongeveer 70% van de totale economie. In Europa is dit 55%. Zoals we eerder aangaven, verwachten we dat de eurocrisis voorbij is. De onevenwichtigheid binnen Europa is voor een belangrijk deel aangepakt en het vertrouwen neemt langzaam weer toe. Hierdoor stijgt de werkgelegenheid en nemen de consumentenbestedingen toe (grafiek 1.9). De afgelopen jaren was de situatie anders: door de stijgende werkloosheid en het geringe vertrouwen groeiden de consumentenbestedingen niet.

In de Verenigde Staten stijgen de consumentenbestedingen sinds de werkloosheid begon te dalen. De werkloosheid bevindt zich momenteel rond het lange termijn gemiddelde. Daarnaast zijn veel mensen gestopt met zoeken of werken part-time terwijl ze liever full-time willen werken.

Hierdoor is er in de Verenigde Staten nog potentie voor banencreatie. Zo kan de economische groei

Grafiek 1.10

De Chinese groei van het BBP per capita vergeleken met Taiwan en Zuid Korea in dezelfde fase van hun economische ontwikkeling.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

meerdere jaren aanhouden, en daarom verwachten we pas over drie tot vier jaar een geringe afname van de groei.

Overheidsuitgaven

Overheidsuitgaven vormen 15% tot 20% van de totale economie. In de eurozone zijn de overheidsbestedingen al jarenlang niet meer gestegen en in de Verenigde Staten krompen ze zelfs vier jaar op rij. Voor de komende jaren verwachten we weliswaar dat overheden hun uitgaven strak in de hand houden, maar dat tegelijkertijd de omvangrijkste bezuinigingen achter de rug zijn. De netto bijdrage van de overheidsuitgaven aan de economische groei ligt de komende jaren naar verwachting gemiddeld rond de 0%.

Investerings

Investerings maken ongeveer een even groot deel van de totale economie uit als de overheidsbestedingen. De komende jaren verwachten we dat investeringen in infrastructuur, IT en machines aantrekken. Voor een deel betreft dit inhaalinvesteringen. In Europa is dit effect overigens groter dan in de Verenigde Staten, aangezien de Amerikaanse investeringen deze inhaalslag deels al gemaakt hebben. Vastgoedinvesteringen, in bijvoorbeeld Spanje, trekken daarentegen pas later aan; het kost enkele jaren om het overaanbod van huizen weg te werken.

Netto export

Netto exporten zijn de totale exporten minus de totale importen. Als de netto exporten toenemen draagt dit positief bij aan het BBP. De afgelopen jaren heeft Europa relatief meer geëxporteerd dan geïmporteerd. De langzame groei in importen hangt samen met het lage consumentenvertrouwen door de crisis in de eurozone. Van 2010 tot 2013 droeg de netto export dan ook positief bij aan de economische groei. Aangezien het vertrouwen terugkeert, verwachten we voor de komende jaren juist het omgekeerde en draagt de netto export negatief bij aan de groei. De importwaarde wordt weliswaar iets geremd door de depreciatie van de euro, maar dit weegt niet op tegen het terugkerende vertrouwen waardoor het importvolume weer toeneemt. Ook in de Verenigde

Staten leidt de aantrekkende consumptie tot stijgende importen, zodat ook hier de netto export een negatieve bijdrage aan de groei levert.

Conclusie: gemiddelde groei boven trendgroei

Als we alle componenten bij elkaar nemen, komen we voor zowel Europa als de Verenigde Staten tot een gemiddelde groei die boven de trendgroei ligt. Het herstel van de arbeidsmarkt vormt de sleutel tot de groei in de Verenigde Staten. In Europa is dit de combinatie van het einde van de kredietcrisis, aantrekkende investeringen en een gezondere kredietverlening.

China: kans of risico?

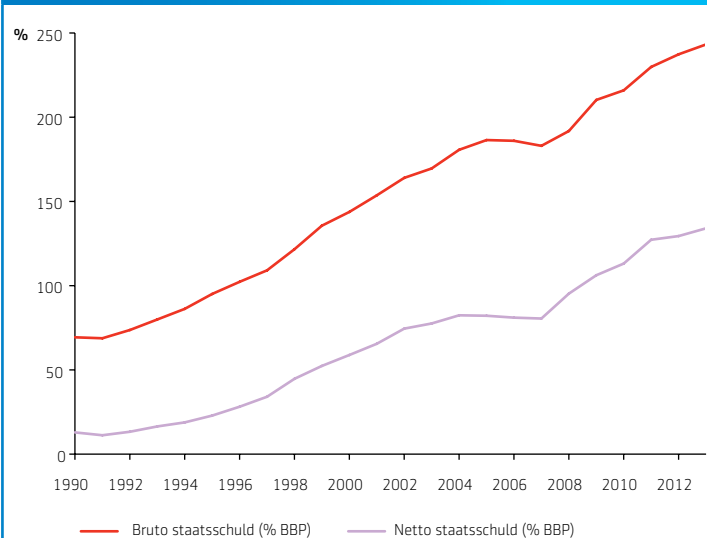
De Chinese groeistuipe van de afgelopen jaren zijn een teken van verandering. Door de wereldwijde economische groeivertraging groeit de vraag naar Chinese exportproducten minder hard, terwijl de Chinese maatschappij aan het veranderen is. Grafiek 1.10 vergelijkt het huidige China met Taiwan en Zuid-Korea, landen die al eerder een vergelijkbare ontwikkeling doormaakten als China nu. Na een zeer lange periode van hoge groei, consolideerde de groei in Taiwan en Zuid-Korea op een lager niveau. Voor China verwachten we een vergelijkbare ontwikkeling.

In China is de tijd van grote investeringen in de basis- en exportindustrie voorbij en verschuift de prioriteit ondertussen naar hoogwaardiger werk. De Chinese overheid ondersteunt deze transitie van een investeringsgedreven exporteconomie naar een bredere, meer gebalanceerde economie. De groei-ramingen die de overheid afgeeft, zijn dan ook lager dan we de afgelopen jaren gewend waren. Dit past bij een economie met een steeds hoger ontwikkelingsniveau, waarbij het steeds moeilijker wordt om hard te blijven groeien op basis van slechts één motor: investeringen.

De afgelopen jaren heeft China hard gewerkt aan een vrijer kapitaalverkeer. Het gebrek aan vrij kapitaalverkeer had voor China als voordeel dat het investeringen goed kon sturen. Een belangrijk nadeel is echter dat inwoners maar weinig opties hebben om

Grafiek 1.11

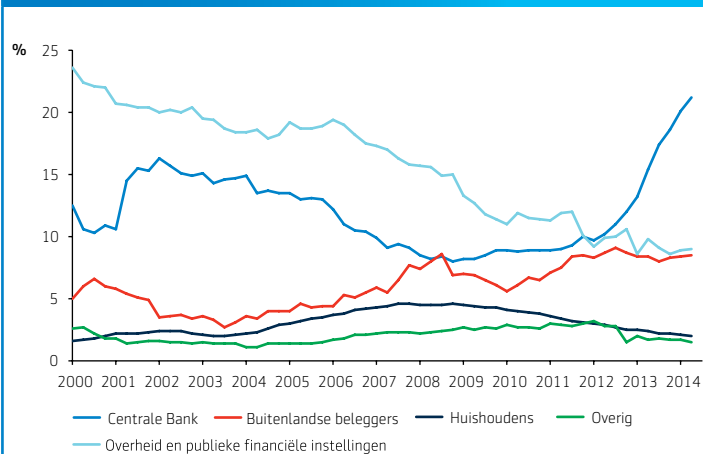
De staatsschuld van Japan.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 1.12

Bezit van Japanse staatsobligaties als percentage van de totale overheids-schuld.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

hun vermogen te investeren. Ze konden bijvoorbeeld geen buitenlandse aandelen kopen en de rente op spaartegoeden was laag. In China leidde dit gebrek aan investeringsmogelijkheden tot sterke stijgingen op de binnenlandse woningmarkt.

Uiteindelijk leidt een vrijer monetair systeem tot een groeiende rol van de financiële markten bij de allocatie van kapitaal. Voor de hoger ontwikkelde economieën is dat positief, aangezien de kapitaalallocatie te complex is om over te laten aan de overheid. Het grote nadeel is echter een minder stabiele economische groei. De overheid heeft immers minder mogelijkheden om vraaguitval te compenseren met hogere investeringen.

Het huidige aanpassingsproces van de Chinese economie heeft een grote impact op de economische groei. We achten de kans groot dat China deze pijn tijdelijk gaat verzachten met een ruim monetair beleid. De verwachte wereldwijde economische opleving is gunstig voor China, aangezien de Chinese export hierdoor wat aantrekt. Voor volgend jaar verwachten we een groei van net onder de 7,5%, daarna gaat de groei geleidelijk dalen.

Japan: Abenomics en vergrijzing

Japan kampt met twee ernstige problemen: de bevolking vergrijsd en de staatsschuld loopt snel op (grafiek 1.11). In 2012 introduceerde premier Abe daarom een ambitieus programma om de economie te stimuleren: 'Abenomics'. De drie speerpunten hiervan zijn monetair beleid, fiscaal beleid en structurele hervormingen.

Monetair beleid

Het voornaamste doel van Abenomics is Japan uit de structurele deflatie te halen. Hiervoor moeten zowel de lonen als de inflatieverwachtingen structureel stijgen. De Japanse centrale bank heeft daarom grote hoeveelheden staatsobligaties opgekocht, met een dalende yen en stijgende inflatie tot gevolg (grafiek 1.12). Het beleid lijkt succesvol: de inflatieverwachting en de lonen zijn gaan stijgen, waarbij de inflatieverwachting nog wel onder de doelstelling van 2% ligt.

In 2012 introduceerde premier Abe een ambitieus programma om de economie te stimuleren: 'Abenomics'.

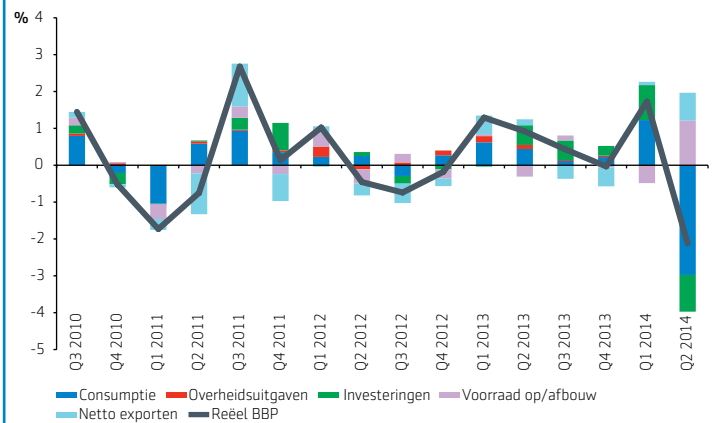
Een groot voordeel van de hogere inflatie is dat de rente op de staatsschuld nu lager is dan de inflatie; de schuld infleert langzaam weg. Dit maakt de Japanse staatsschuld een stuk houdbaarder. We verwachten dat inflatie voor Japan de belangrijkste manier blijft om de staatsschuld te verminderen. De Bank of Japan zal daartoe nog grotere hoeveelheden staatsobligaties opkopen, wat eigenlijk een belasting op het spaargeld en pensioen van de Japanners is.

Fiscaal beleid

Het tweede onderdeel van Abenomics is om met fiscale stimuleringsmaatregelen de economische groei aan te jagen. Tegelijkertijd ging in april 2014 de btw echter omhoog van 5% naar 8%, en premier Abe is zelfs van plan om de btw in 2015 verder te verhogen naar 10%. Het netto effect van het fiscale beleid is hierdoor negatief, zoals ook blijkt uit de deuk die de economische groei heeft opgelopen. Toch is de btw-verhoging een goede maatregel, omdat die bijdraagt aan een beter houdbare staatsschuld. Wel is het, net als de hogere inflatie, een extra belasting voor de consument. Na de btw-verhoging in het begin van het tweede kwartaal 2014, heeft de Japanse consument dan ook duidelijk minder uitgegeven (grafiek 1.13).

Grafiek 1.13

Bruto Binnenlands Product-groei per capita van Japan uitgesplitst in onderliggende componenten.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Structurele hervormingen

Het derde speerpunt van Abenomics bestaat uit diverse structurele hervormingen, zoals het verhogen van de arbeidsparticipatie van vrouwen, nieuwe handelsverdragen en makkelijker verkrijgbare visa voor buitenlandse werknemers. Op zich zijn dit positieve hervormingen die de groei vermoedelijk goed doen, maar tegelijkertijd valt hiervan geen wonderen te verwachten. Japan is een van de rijkste en meest efficiënte economieën ter wereld, zodat het bijzonder moeilijk is om de reeds hoge productiviteit nog verder te verbeteren.

We verwachten dat Japan zijn staatsschuld terugbrengt door de combinatie van hogere inflatie en hogere belastingen. Hierdoor deprecieert de yen verder en daalt de koopkracht van de Japanners. Met deze maatregelen voorkomt Abe een toekomstig faillissement van de Japanse overheid. Dat is natuurlijk positief, maar tegelijkertijd raakt het Japanse beleid ook andere landen. Door de depreciatie van de yen versterkt de concurrentiepositie van Japan, maar verslechtert de concurrentiepositie van andere landen. Daarnaast krijgt de wereld te maken met lagere prijzen van Japanse goederen wat kan leiden tot deflatoire druk.

Opkomende landen: hoge groei, corruptie en dalende grondstofprijzen

Voor de meeste opkomende landen verwachten we een flink hogere groei dan in de Westerse wereld. Enerzijds komt dit door de hogere bevolkingsgroei in deze regio's, waar vergrijzing een kleiner probleem is. Anderzijds kunnen opkomende landen hun groei relatief makkelijk verhogen door kapitaalopbouw.

De economische groei verschilt wel sterk per land. Vooral exporteurs van grondstoffen hebben het de komende jaren zwaar. Een belangrijk voorbeeld hiervan is Venezuela, dat bezit de grootste bewezen olie reserve ter wereld. Toch dreigt het land

momenteel failliet te gaan. Ook in Rusland en Brazilië ligt de groei onder druk door de dalende grondstofprijzen. Bovendien heeft Brazilië te kampen met stevig mismanagement en lijdt Rusland onder de sancties als gevolg van het conflict in Oekraïne.

Corruptie remt de economische groei van veel opkomende landen. Een interessante ontwikkeling is dan ook de verkiezing van zakenman Joko Widodo tot president van Indonesië. Widodo wil het gevecht aangaan met de diepgewortelde corruptie en het inefficiënte bestuur, om zo het enorme potentieel van Indonesië beter te benutten.

UITGELICHT:

Nederland, rooskleurige vooruitzichten in de polder?

De Nederlandse economie staat er steeds beter voor. Voor de korte termijn zijn de vooruitzichten gunstig: de crisis lijkt nu echt voorbij. Zo verwachtte het Centraal Planbureau in de juni-raming voor 2015 een groei van ruim 1%, terwijl De Nederlandse Bank in juni uitging van een BBP-groei van 1,6%. Tegelijkertijd daalt de staatsschuld naar 75% van het nationaal inkomen. Een beheersbaar percentage, zeker gezien de lage rente. Maar wat zijn de vooruitzichten voor de lange termijn? Hoe hard kan de Nederlandse economie blijven groeien? Hiervoor bekijken we vier belangrijke factoren: bevolkingsgroei, zorgkosten, export en huizenmarkt.

Bevolkingsgroei

Een zeer belangrijke determinant van de economische groei is de omvang van de (beroeps)bevolking. Het nationaal inkomen wordt geproduceerd door de factoren arbeid en kapitaal, zodat een toename van de factor arbeid grote gevolgen heeft. De Nederlandse bevolking groeit volgens het CBS van

16,8 miljoen in 2013 naar 17,9 miljoen in 2060. In 2013 valt 69% hiervan in de leeftijdscategorie van 18 tot 70 jaar, grofweg het cohort van de beroepsbevolking. In 2060 is dit echter nog maar 62%. De beroepsbevolking neemt de komende jaren dus af, zodat de economische groei moet komen van productiviteitsverhoging en een toename van de productiemiddelen.

Zorgkosten

Met de stijgende levensverwachting neemt ook het aantal ouderen in de samenleving toe, die bovendien steeds langer leven. Hierdoor neemt de vraag naar zorg toe, met een groter beroep op de overheid om deze zorgkosten te financieren. Bedroegen de zorgkosten in 2003 nog ongeveer 7% van het nationaal inkomen, in tien jaar tijd steeg dit naar ruim 11% (grafiek 1.14). Dit betekent dat ruim 20% van alle overheidsuitgaven naar de zorg gaan, 4.300 euro per jaar per inwoner, tegen 'slechts' 10% voor bijvoorbeeld onderwijs.

De financiering van de zorg – en met name de beheersbaarheid van de kosten – heeft een grote invloed op het besteedbaar inkomen van de Nederlandse bevolking. Tegenover de werkende beroepsbevolking staan immers steeds meer niet-werkenden, die door hun toenemende ouderdom meer zorg nodig hebben. Zo verdubbelt het aantal 70-plussers de komende decennia naar 3,5 miljoen.

Om de groeiende groep ouderen te verzorgen, gaan steeds meer mensen in de zorg werken. In 2011 waren er 1 miljoen banen in de zorg, waarvan 400.000 in de verpleging en thuiszorg. Dat is ongeveer 9% van de beroepsbevolking. Aangezien deze mensen niet (meer) in het bedrijfsleven werken, wordt de factor arbeid steeds schaarser. Tegelijkertijd moet de private sector meer belasting betalen om de collectieve voorzieningen te financieren. In de toekomst verslechtert hierdoor de Nederlandse concurrentiepositie en daalt de economische groei.

Export

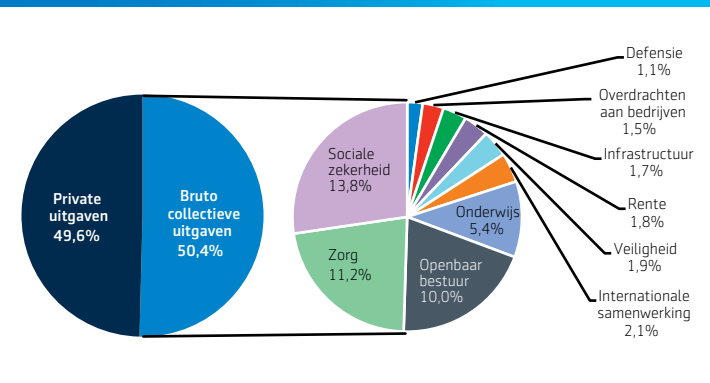
De Nederlandse economische groei is sterk afhankelijk van de internationale handel. In 2012 zorgde de uitvoer van goederen en diensten alleen al voor 2,2 miljoen voltijdbanen, wat neerkomt op een derde van de totale Nederlandse werkgelegenheid. Verder is de productiviteitsgroei van internationaal actieve bedrijven hoog: bedrijven in Nederland met een internationale aandeelhouder zijn bijna 50% productiever dan 'binnenlandse' bedrijven. Bovendien stijgt de productiviteit met 9% als de export verdubbelt. De export biedt overigens goede perspectieven voor de Nederlandse economie: aangezien we verwachten dat de wereldhandel de komende jaren met 5% groeit.

Huizenmarkt

Nederlanders geven veel geld uit aan hun huisvesting en de bouwsector draagt voor een belangrijk deel bij aan het nationaal inkomen. Op de korte termijn zorgen de problemen op de huizenmarkt dan ook voor

Grafiek 1.14

De verdeling van de uitgaven binnen Nederland in 2014 als percentage van het Binnenlands Bruto Product.



Bron: CPB MEV 2014

een rem op de economische groei. Veel Nederlanders hebben momenteel een hypotheek die hoger is dan de waarde van hun huis, wat de consumptieve bestedingen onder druk zet. Mensen kiezen nu vaker voor het aflossen van hun schulden, dan voor een nieuwe auto of keuken. De recente verbetering van de huizenprijzen is dan ook gunstig voor de economie. De Nederlandse Bank schat dat een sterk herstel van de huizenprijzen leidt tot een extra economische groei van 0,1% tot 0,2%.

Voorzichtig optimisme

Nederland staat er niet slecht voor. Wel is de Nederlandse economische groei de komende jaren lager dan voorheen door de lage bevolkingsgroei en de hogere zorgkosten. Positieve bijdragen aan de groei moeten komen uit herstel van de huizenmarkt, hogere productiviteit en toenemende wereldhandel.

2 De risicoscenario's

Het basisscenario van het vorige hoofdstuk vullen we hier aan met een positief en een negatief scenario. Hiermee onderzoeken we de bandbreedtes waarbinnen economische groei en financiële markten zich de komende jaren bewegen. In het negatieve scenario vormt een plotselinge kredietcontractie in China een risico voor de wereldeconomie. Een sterke opleving van de Amerikaanse economie zorgt daarentegen voor stijgende groeiverwachtingen in het positieve scenario.

Negatief scenario: Chinese kredietcontractie

In reactie op de kredietcrisis begon China met een stevige kredietopbouw: sinds 2009 is het krediet als percentage van het BBP bijna verdubbeld (grafiek 2.1). De Chinese overheid stimuleerde in eerste instantie banken veel leningen af te sluiten om zo de economische groei op peil te houden. Groot nadeel van deze aanpak is dat het financiële problemen kan verhullen. Het is immers makkelijker om nieuw krediet af te sluiten, dan om oude schulden af te lossen. Als het kredietniveau te hoog oploopt en het monetaire beleid wordt verkrapt dan kan dit tot kredietcontractie of zelfs een ernstige kredietcrisis leiden.

Een sterke kredietcontractie in China heeft grote gevolgen voor de wereldeconomie. Hoewel China al jaren een sterke kredietgroei vertoont, heeft het land nog altijd een beperkte vrijheid van kapitaalstromen. Hierdoor kan China de gevolgen van een eventuele kredietcrisis afzwakken, bijvoorbeeld door renteregulatie en steun aan banken.

Mocht er toch een Chinese kredietcrisis ontstaan, dan leidt dit direct tot een flink lagere economische groei en afnemende importen. Aangezien andere landen de afgelopen jaren steeds meer exporteren naar China, zal dit een groot effect hebben. Bovendien laat de overheid de Chinese renminbi waarschijnlijk

depreciëren om daarmee de binnenlandse groei te stimuleren. Ook dit is ongunstig voor de handelspartners van China. Verder zorgt de toenemende onzekerheid in China tot uitstel van investeringen en consumptie in andere landen. Dit heeft eveneens een sterk negatief effect op de wereldwijde economische groei.

We maken ons in dit scenario vooral zorgen over Europa en Japan. Beide regio's kampen met hoge schulden en een lage economische groei, wat ze erg gevoelig voor tegenvallers maakt. We verwachten dat Japan het staatsobligatie-opkoopprogramma uitbreidt in reactie op een Chinese kredietcrisis. Hierdoor stijgt de balans van de centrale bank tot een veel hoger niveau dan in de Verenigde Staten en Europa (grafiek 2.2). Om de groeiende staatsschuld betaalbaar te houden, zal Japan de rente kunstmatig laag houden en de yen verder depreciëren. We verwachten dat de inflatie in Japan door deze maatregelen uiteindelijk oploopt tot 5% of 6%, uitzonderlijk hoog voor een land met jarenlange deflatie.

In Europa leidt de Chinese kredietcrisis tot een diepe recessie door de sterk dalende export naar Azië en uitstel van investeringen. We verwachten echter geen herhaling van de eurocrisis. De Europese centrale bank reageert adequaat met omvangrijke

opkoopprogramma's en voorkomt zo sterk oplopende rentes in de Europese periferie. De gevolgen blijven desondanks ingrijpend: oplopende werkloosheid, dalende huizenprijzen en sociale onrust.

De Verenigde Staten zijn dankzij de lage werkloosheid en sterkere fiscale positie beter in staat om een Chinese crisis op te vangen. Temeer daar de Verenigde Staten minder afhankelijk zijn van de export naar Azië dan Europa. Toch zal ook hier de werkloosheid oplopen en de economie in recessie raken, al valt de dip daar beduidend kleiner uit dan in Europa.

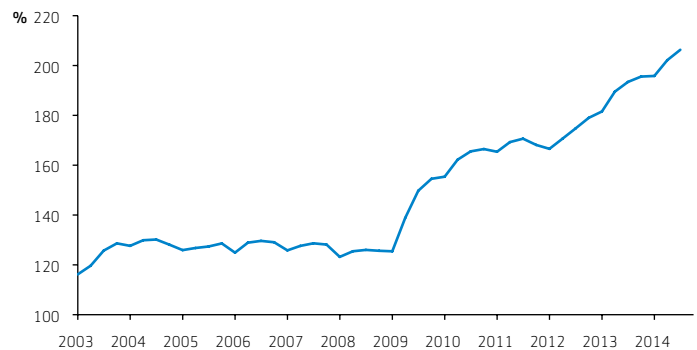
Positief scenario: wereldwijde groeiversnelling

In het positieve scenario lopen de bezettingsgraden sneller op dan gedacht. Het is relatief makkelijk om de reservecapaciteit op te vullen, omdat de productiemiddelen – zoals arbeid en kapitaal – beschikbaar zijn. Een voorbeeld is bijvoorbeeld een fabriek die met een lage bezetting draait. Als de vraag aantrekt kunnen ze snel een aantal mensen aannemen om de bezetting en productie te verhogen. Een goed voorbeeld hoe deze reservecapaciteit snel kan worden opgevuld is het Verenigd Koninkrijk. Daar heeft een programma om huizenbezit te stimuleren gezorgd voor een snelle opleving van de huizenmarkt, waardoor ook het vertrouwen toeneemt. Dit zorgt voor een vliegwieleffect: huizenmarkt, consumptie en financiële waarden versterken elkaar en stijgen flink.

In dit scenario verwachten we een vergelijkbaar vliegwieleffect in de VS door de stijgende huizenprijzen en soepele kredietverlening. Daarnaast stijgt de Amerikaanse productiviteit enerzijds door technologische innovaties en goedkope energie, onder andere door de schalierevolutie. Anderzijds door goedkoop geld (ruim monetair beleid). Dit laatste kan niet aanhouden en uiteindelijk valt de kredietgedreven productiviteitsgroei weer terug naar een normaal niveau. Tot die tijd draait de economie op volle toeren. Zo daalt de werkloosheid naar 4%, wat tot hogere lonen en een verdere opleving van het consumentenvertrouwen leidt.

Grafiek 2.1

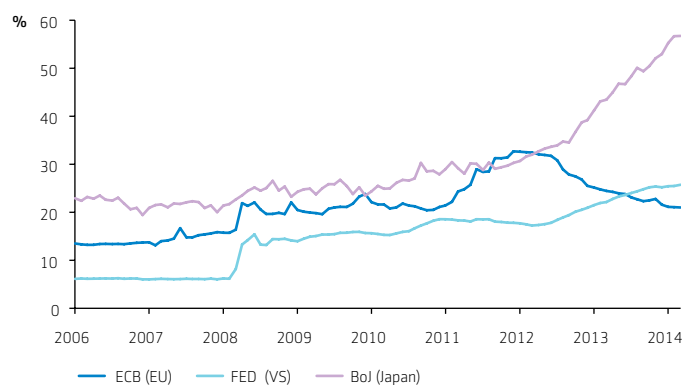
Krediet als percentage van het Bruto Binnenlands Product China.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 2.2

De balans van centrale banken als percentage van het Bruto Binnenlands Product.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

De VS zijn dankzij de lage werkloosheid en sterkere fiscale positie beter in staat om een crisis op te vangen.



Europa is afhankelijk van het Russische gas, maar Rusland is net zo afhankelijk van de inkomsten uit dit gas.

In 2014 keerde het Amerikaanse consumentenvertrouwen al terug naar het langetermijngemiddelde. In het positieve scenario verwachten we dat het vertrouwen de komende jaren doorstijgt. In 2015 stijgt de Amerikaanse economische groei tot bijna 4%, om in de jaren daarna langzaam naar 3% te dalen. Tegelijkertijd loopt de inflatiedruk snel op door de loonstijgingen, zodat de centrale bank de rente in rap tempo verhoogt naar 4%.

In Japan komt Abenomics door het hernieuwde vertrouwen tot volle wasdom en groeit de economie met gemiddeld 2%. De economie is dusdanig sterk dat de tweede btw-verhoging zonder problemen verwerkt wordt.

De herstructurerings hebben in Zuid-Europese landen, zoals Spanje en Griekenland, tot een betere concurrentiepositie geleid. Gecombineerd met de aantrekkende wereldeconomie, zullen deze landen

een hoge groei laten zien. De eurozone als geheel profiteert van de oplevende wereldhandel en groeit daardoor in 2017 met bijna 3%. In Europa verwachten we echter pas in 2017 of 2018 inflatiedruk, zodat het renteverskil met de Verenigde Staten nog lange tijd vrij groot blijft.

Andere mogelijke scenario's denkbaar

Een Chinese kredietcontractie en versnelde groei in de Verenigde Staten vormen naast ons basisscenario de meest aannemelijke alternatieve scenario's. Natuurlijk zijn er andere scenario's te bedenken. De kans daarop schatten we echter zo laag in, dat we ze niet meenemen in onze analyses. Twee voorbeelden van interessante, maar onwaarschijnlijke scenario's zijn een escalatie van het conflict in Oekraïne en structurele deflatie in Europa.

Ongeveer 70% van het handelsvolume tussen Rusland en Europa en de Verenigde Staten is energiegerelateerd. Europa is afhankelijk van het Russische olie en gas, maar Rusland is net zo afhankelijk van de daaruit voortvloeiende inkomsten. Vanwege dit grote wederzijdse belang, achten we de kans op een escalatie van het conflict naar landen buiten Oekraïne zelf, beperkt. We verwachten dat het huidige conflict slechts een tijdelijk effect op de wereldwijde financiële markten heeft. In Oekraïne en Rusland zelf zijn de gevolgen wel groot.

Structurele Europese deflatie is een scenario waarmee we in onze vooruitzichten ook geen rekening houden. De inflatie ligt nu onder het door de Europese centrale bank gewenste niveau, zodat volgens sommige analisten het Japan-scenario op de loer ligt. Door de vergrijzing verwachten we voor Europa weliswaar een structureel lager groeiniveau, maar door de verschillen tussen Japan en Europa is de kans op een 'Japanse' deflatoire spiraal zeer klein. Het tempo van vergrijzing ligt in Japan een stuk hoger dan we voor Europa verwachten. Daarnaast kampte de Japanse economie met een enorme vastgoed- en aandelenbubbel. De verliezen op vastgoed werden niet direct genomen maar afgeschreven over een periode die 2 decennia heeft geduurd.

3 Financiële markten en verwacht rendement

Dit hoofdstuk analyseert de gevolgen van het basisscenario voor de financiële markten en bekijkt per beleggingscategorie onze rendementsverwachtingen.

De tijd van lage rentes ...

Centrale banken reageerden met extreem ruim monetair beleid op de kredietcrisis en de Europese schuldencrisis. Het gevolg was een gestaag dalende rente in de afgelopen jaren. In de loop van 2014 daalde de rente – tegen de verwachting in – nog verder. De Duitse tienjaarsrente daalde zelfs tot 0.75% en ook andere rentes bereikten laagterecords (grafiek 3.1).

De monetaire verruiming pakte goed uit voor veel beleggingscategorieën, aangezien de dalende rente tot een voortdurende zoektocht naar rendement leidde. Dit stuwde de koers van bedrijfsobligaties op, met een dalende bedrijfsobligatierente tot gevolg. Ondertussen zijn hoogrenderende bedrijfsobligaties – uitgegeven door bedrijven met hogere faillissementsrisico's – met een gemiddeld renteniveau van slechts 4% nauwelijks nog 'hoogrenderend' te noemen (grafiek 3.2).

... is nog niet voorbij

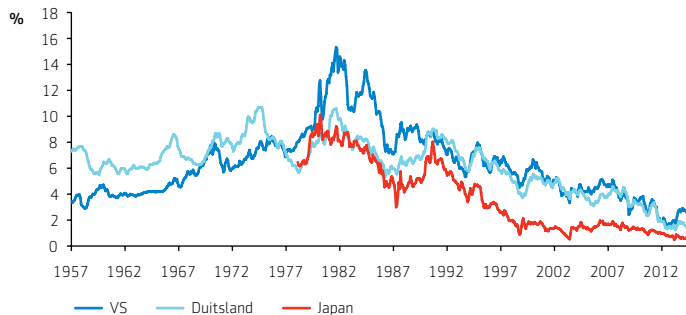
Door de hoge solvabiliteitseisen aan banken blijft de reparatie van het monetaire transmissiekanaal voorlopig onder druk staan. Verder komt de economische groei – noodzakelijk om de hoge overheidsschulden betaalbaar te houden – maar moeizaam van de grond. Ook de inzakkende inflatieverwachting vormt een flink risico voor de houdbaarheid van de schuldenniveaus. Om deflatie verwachtingen de kop in te drukken, blijft de Europese centrale bank waarschijnlijk een zeer ruim

monetair beleid voeren. Deflatie is het tegenovergestelde van inflatie: een algemeen dalend prijsniveau. Doordat schulden aangegaan worden voor nominale bedragen ontstaat door deflatie de situatie dat prijzen (en dus inkomsten) dalen, terwijl de schulden gelijk blijven. De schulden drukken daardoor steeds zwaarder op het resultaat.



Grafiek 3.1

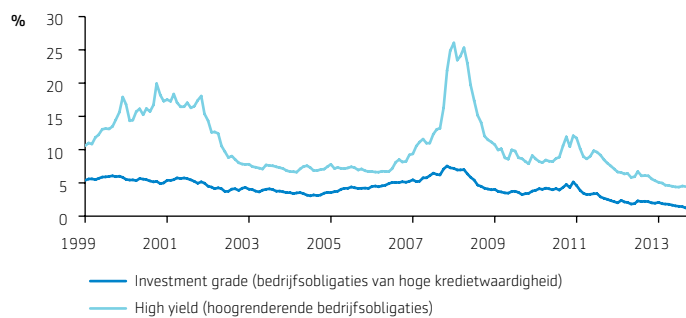
De tienjaarsrente van de Verenigde Staten, Duitsland en Japan.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 3.2

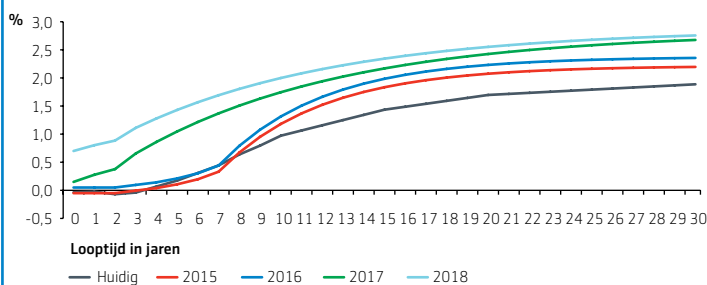
Rente van Europese investment grade en high yield bedrijfsobligaties.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 3.3

De verwachte Duitse rentecurve voor de komende 4 jaar (Basis scenario).



Bron: Aegon Asset Management

Mede door de lage rente is het faillissementsrisico van bedrijven beperkt. De extra kredietvergoeding van bedrijfsobligaties boven staatsobligaties blijft voor beleggers dan ook de moeite waard. Wel moeten beleggers accepteren dat het obligatierendement voorlopig niet zo mooi wordt als in het verleden. Uiteindelijk zullen de centrale banken wel weer een verkrappend monetair beleid gaan voeren. Door de stijgende rente volgt er dan een periode van negatief prijsrendement op de obligatiemarkten. Zo ver is het – althans in Europa – nog lang niet.

Verwacht rendement per beleggingscategorie

Met onze verwachtingen voor de economische ontwikkelingen als uitgangspunt, bepalen we hieronder per beleggingscategorie het verwachte rendement voor de periode 2015-2018.

Staatsobligaties

We denken dat de Europese centrale bank de rente tot 2017 op een heel laag niveau houdt. Hierdoor ligt de rente op kortlopende staatsobligaties rond de 0%. De rente op de langere termijn wordt beïnvloed door de verwachtingen over inflatie en economische groei, die samen voor een groot deel het beleid van de centrale bank bepalen. In het basisscenario loopt de inflatie op tot boven de 2% en trekt de groei aan, wat tot langzaam oplopende langetermijnrentes leidt (grafiek 3.3). Daarbij is het rendement op staatsobligaties aanvankelijk nog positief, maar slaat het uiteindelijk om naar negatief. De rentes op obligaties uit de periferie liggen hoger, waardoor het gemiddeld rendement hoger uitkomt.

Bedrijfsobligaties

De beleggingscategorie bedrijfsobligaties is onderverdeeld naar investment grade en high yield. De kredietrating van investment grade is BBB of hoger, die van high yield BB of lager. De kredietopslag van de minder kredietwaardige bedrijven is uiteraard hoger, maar voor beiden is de kredietopslag de laatste jaren hard gedaald (grafiek 3.4).

Gezien de hogere kredietopslag is het verleidelijk

om te denken dat high yield op termijn een betere investering is. Toch is het gemiddelde rendement een stuk lager dan de gemiddelde kredietopslag, voornamelijk door de hogere faillissementskans. Zo bedroeg de gemiddelde kredietopslag over de afgelopen 20 jaar 5,2%, waarbij echter 3,2% van het rendement verloren ging aan faillissementen en herstructureringen van leningen. Per saldo lag het rendement slechts 2% boven dat van staatsobligaties. Zoals gezegd, verwachten we voor de komende periode dat het aantal faillissementen redelijk beperkt blijft, aangezien bedrijven zich door de lage rente goedkoop kunnen financieren.

Op korte termijn vormt de trage Franse en Italiaanse groei het grootste risico. In deze landen is de faillissementskans wat hoger. Voor de langere termijn verwachten we dat bedrijven steeds meer schulden aangaan, zodat ze mogelijk in de problemen komen als de rente uiteindelijk omhoog gaat. We denken dat het aantal faillissementen over 3 à 4 jaar gaat toenemen, omdat bedrijven hun leningen dan tegen een hogere rente moeten herfinancieren. Desondanks verwachten we dat bedrijfsobligaties over de gehele periode gemiddeld een positief rendement behalen.

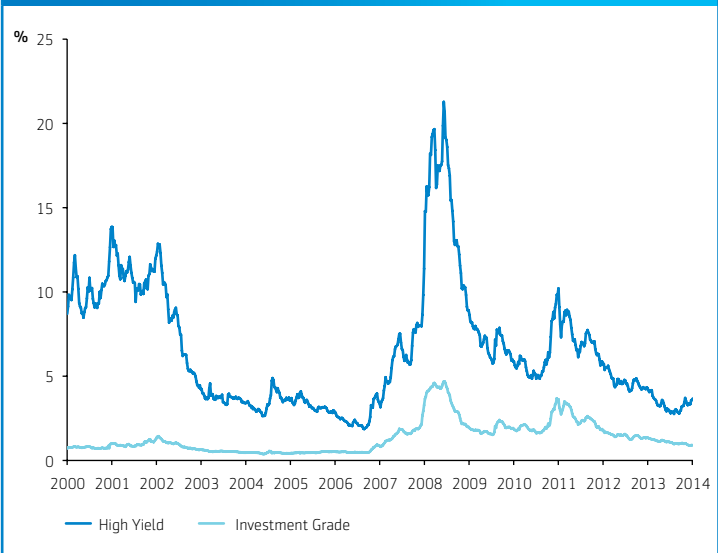
ABS en hypotheek

De Europese centrale bank heeft onlangs een ABS-opkoopprogramma aangekondigd. Doel hiervan is om de kredietopslag te verlagen en zo de kredietverlening op gang te brengen. Een gunstig bij-effect is dat de centrale bank hiermee de wisselkoers van de euro omlaag brengt. Het is nog niet bekend hoeveel ABS de Europese centrale bank gaat opkopen, maar naar schatting gaat het om enkele honderden miljarden euro. Gezien de omvang van de Europese ABS-markt, ongeveer 900 miljard euro, zal dit een positief effect hebben op de prijzen. De andere reden, om positief te zijn over ABS, is dat een rentestijging slechts een beperkt negatief effect heeft op het rendement doordat ABS minder rentegevoelig is.

Voor hypotheekleningen verwachten we de komende jaren een rendement dat 2% hoger is dan voor staats-

Grafiek 3.4

Kredietopslag van investment grade en high yield bedrijfsobligaties in Europa.



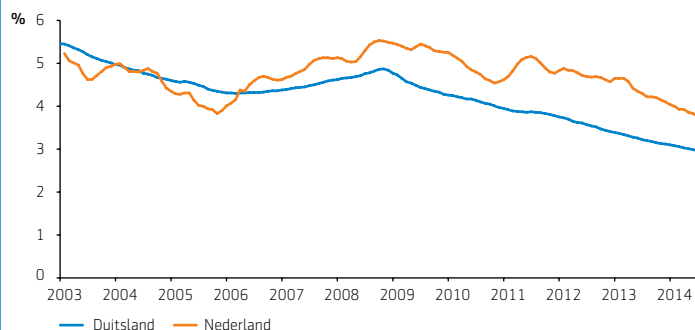
Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

obligaties. Pensioenfondsen en andere institutionele beleggers hebben de laatste tijd veel belangstelling voor Nederlandse hypotheekleningen. De rentevergoeding op hypotheekleningen is dan ook aantrekkelijk: de huidige bruto kredietopslag ligt rond de 280 basispunten, terwijl die voor investment grade bedrijfsobligaties slechts 90 basispunten is. Bovendien hebben hypotheekleningen een lange looptijd, wat aansluit bij de langlopende verplichtingen van pensioenfondsen. Tenslotte moet rekening gehouden worden met de liquiditeit.

De aantrekkelijke kredietopslag van hypotheekleningen heeft drie redenen. Ten eerste verhogen banken momenteel hun kapitaalratio's, waardoor ze minder makkelijk nieuwe hypotheekleningen willen verstrekken (zie 'Kredietverlening gerepareerd' in hoofdstuk 1). Ten tweede hebben hypotheekleningen door de moeilijke verhandelbaarheid een liquiditeitspremie. Ten derde straft Europese regelgeving de relatief hoge leningen in Nederland af. Hier is het gebruikelijk om leningen te verstrekken van 100% van de woningwaarde, wat elders nauwelijks voorkomt. Al met al is de hypotheekrente in Nederland beduidend hoger dan in andere landen, zoals Duitsland (grafiek 3.5).

Grafiek 3.5

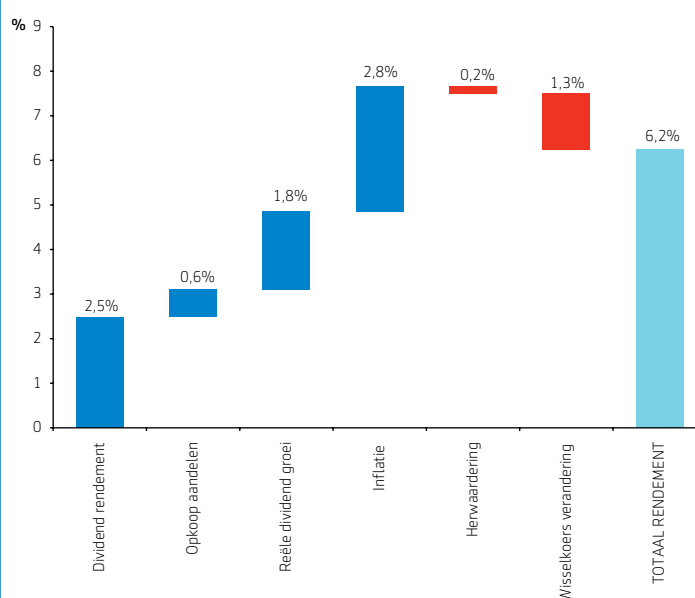
Gemiddelde hypotheekrente in Nederland en Duitsland.



Bron: Bloomberg, Aegon Asset Management

Grafiek 3.6

Verwachte rendement Wereld aandelen in Euro



Bron: Aegon Asset Management

Pensioenfondsen kunnen hiervan profiteren en tegelijkertijd meer in de Nederlandse economie investeren.

Aandelen

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. De drie belangrijkste zijn het dividend, de dividendgroei en de verandering in de waardering. Dit laatste is de moeilijkste component om in te schatten. Maar op basis van ons uitgebreide onderzoek hiernaar kunnen we dit toch tot op zekere hoogte voorspellen. Allereerst is er een duidelijke relatie tussen de hoogte van de waardering en het toekomstige rendement. En daarnaast zijn waarderingen afhankelijk van een aantal economische factoren zoals rentes en monetair beleid. Als we alle componenten optellen, levert dit een verwacht gemiddeld rendement op voor wereldwijde aandelen van 6,2% in de periode 2015-2018 (grafiek 3.6).

De wereldwijde aandelenmarkt bestaat voor de helft uit Amerikaanse aandelen. Deze regio, met zijn huidige hoge waardering, heeft dan ook een enorme invloed op de verwachting voor het rendement van de wereldwijde aandelenmarkt als geheel. Na de kredietcrisis werd het sentiment in Amerika steeds positiever. In combinatie met de gezonde economische groei gaf dit beleggers extra vertrouwen. Ondertussen is al veel van het goede nieuws in de prijs verwerkt. Voor de komende 4 jaar gaan we uit van een relatief laag rendement van 3,6% voor Amerikaanse aandelen.

In Europa heeft de schulden crisis een flinke negatieve invloed gehad op de waardering, zodat aandelen in deze regio voordeliger geprijsd zijn. Het verwachte rendement ligt hier met 7,4% dan ook fors hoger. Voor de langetermijnbelegger liggen er verder interessante kansen op markten die de afgelopen jaren achter- bleven, zoals China. Hier ligt het verwachte gemiddelde rendement de komende 4 jaar boven de 10%.

Grondstoffen

De grondstofmarkt kampt sinds de kredietcrisis met overcapaciteit. De economische activiteit is nog altijd onvoldoende om de overproductie van de afgelopen tijd weg te werken. Hierbij komt de schalierevolutie (olie en gas) in de Verenigde Staten, die het mogelijk maakt om op grote schaal nieuwe olievoorraden aan te boren. Hierdoor is de Amerikaanse olieproductie sinds 2009 met 4 miljoen vaten per dag gestegen. Op een wereldwijde productie van 90 miljoen vaten per dag, leidt dit tot een sterke neerwaartse druk op de olieprijs.

Op de grondstofmarkt hebben metalen hun eigen dynamiek. China verbruikt ongeveer de helft van de meeste metaalsoorten, zodat metaalprices sterk afhankelijk zijn van de Chinese economische ontwikkelingen. Verder is de dollar van groot belang: als de dollar apprecieert, worden grondstoffen in lokale valuta duurder. De aantrekkende Amerikaanse economie en de daarmee samenhangende verwachte renteverhoging drijft momenteel de dollar op, mogelijk met een negatief effect op de grondstofprijzen.

Voor de komende vier jaar verwachten we dat het rendement op grondstoffen niet boven het niveau van de wereldwijde inflatie uitkomt. Hiermee blijft het rendement wat achter bij de overige risicovolle beleggingen.

Tabel 3.1

Verwacht gemiddeld nominaal rendement van onze portefeuille voor de komende 4 jaar (basis scenario).

Core Eurozone staatsobligaties	-0.3%
EMU Staatsobligaties	0.1%
Bedrijfsobligaties met hoge kredietwaardigheid	0.5%
Hoogrenderende bedrijfsobligaties	3.1%
Emerging market debt	2.6%
Euro Asset Backed Securities	0.9%
Nederlandse hypotheek	3.3%
Wereldwijde aandelen	6.2%
Noord-Amerikaanse aandelen	3.6%
Europese aandelen	7.4%
Opkomende markten	8.0%
Beursgenoteerd vastgoed	6.2%
Hedge Funds	1.9%
Private Equity	7.3%
Grondstoffen	1.6%
Bron: Aegon Asset Management	

Allereerst is er een duidelijke relatie tussen de hoogte van de waardering en het toekomstige rendement.

En daarnaast zijn waarderingen afhankelijk van een aantal economische factoren zoals rentes en monetair beleid.

4 Samenstelling beleggingsportefeuille

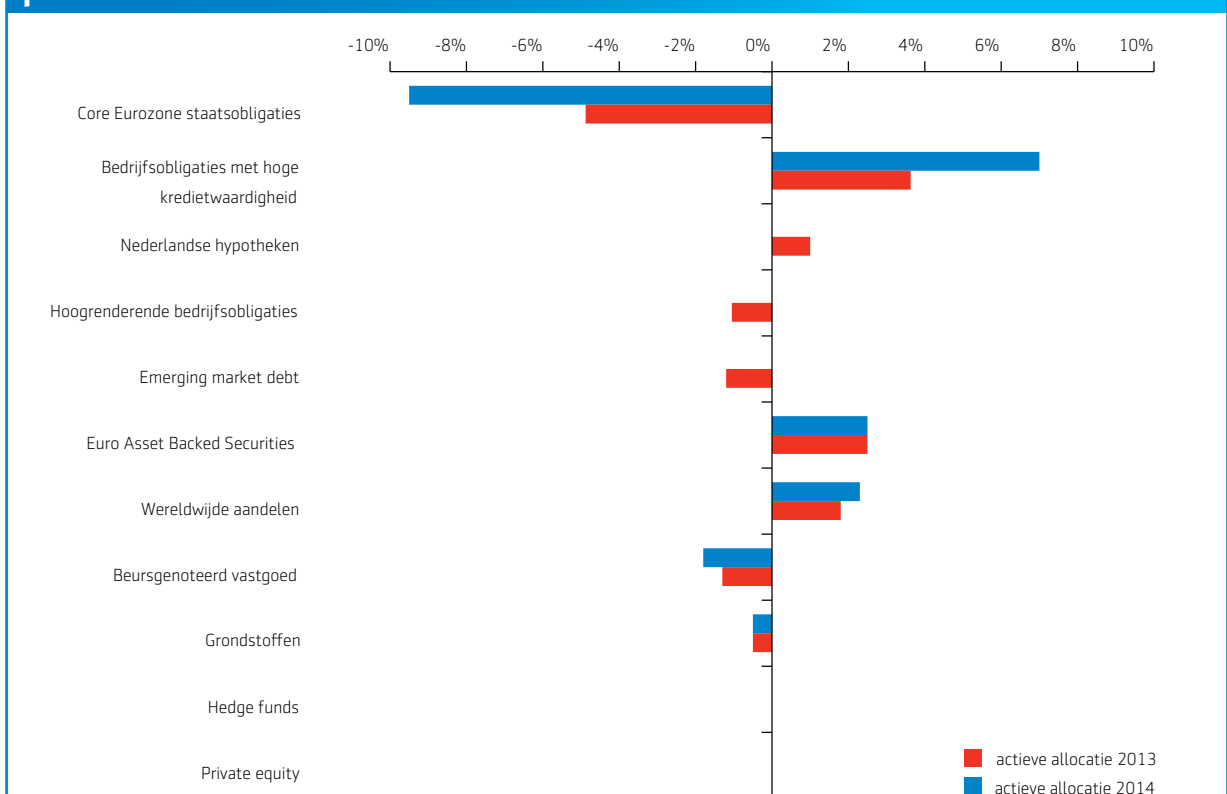
Voor zowel het basisscenario, als het negatieve en positieve scenario, hebben we in het vorige hoofdstuk per beleggingscategorie het verwachte rendement bepaald. Deze informatie combineren we met de verwachte volatiliteit en de correlaties tussen de diverse beleggingscategorieën, om uiteindelijk een goed gespreide beleggingsportefeuille samen te stellen.

Het Black-Litterman-model is het asset-allocatiemodel dat we gebruiken om de optimale portefeuille te bepalen. Dit model houdt rekening met de rendementen in de drie scenario's. Zo beleggen we bijvoorbeeld iets minder in een categorie die erg

slecht presteert in het negatieve scenario, en juist iets meer in een categorie die uitzonderlijk goed presteert in het positieve scenario. Uiteindelijk resulteert dit in een portefeuille die afwijkt van de neutrale gewingen (grafiek 4.1).

Grafiek 4.1

De afwijkingen ten opzichte van de neutrale weging voor onze portefeuille.



Bron: Aegon Asset Management

De fors lagere weging van staatsobligaties en de hogere weging in investment grade bedrijfsobligaties is opvallend. Dit komt enerzijds door de nog steeds redelijke kredietvergoeding van bedrijfsobligaties. Anderzijds zijn bedrijfsobligaties minder rentegevoelig dan staatsobligaties, zodat de verwachte rentestijging minder negatief uitpakt voor bedrijfsobligaties.

De portefeuille heeft een neutrale weging van high yield bedrijfsobligaties. Op het eerste gezicht lijkt dit vreemd, gezien de hoge weging van investment grade bedrijfsobligaties. We vinden de kredietvergoeding op high yield echter niet aantrekkelijk genoeg, zodat we bedrijven met een hogere kredietrating prefereren. Vorig jaar hadden we overigens een nóg lagere weging in high yield, wat veel waarde heeft toegevoegd. We hebben de weging dit jaar verhoogd naar neutraal, omdat de kredietvergoeding de afgelopen maanden iets verbeterd is.

De allocatie naar obligaties uit de opkomende landen hebben we ook verhoogd van een onderweging naar neutraal. De afweging hierbij is vergelijkbaar met die voor high yield: de rentevergoeding is weliswaar net voldoende, maar niet aantrekkelijk genoeg voor een overweging. Verder blijven we net als vorig jaar positief over ABS, vooral vanwege het opkoopprogramma van de Europese centrale bank (zie 'ABS en hypotheek' in het vorige hoofdstuk). Ten slotte is de weging van wereldwijde aandelen positief, versus een lagere weging van indirect vastgoed en grondstoffen.

We hebben een portefeuille samengesteld die profiteert van dalende kredietopslagen. Dit vertaalt zich in een hogere allocatie naar investment grade bedrijfsobligaties en Asset Backed Securities. Bovendien doet onze portefeuille het beter dan de neutrale portefeuille als de rente stijgt. Door onze onderweging in indirect vastgoed geldt dit ook bij een stijgende Amerikaanse rente. Indirect vastgoed bestaat namelijk voor de helft uit Amerikaanse aandelen, wat deze categorie extra gevoelig maakt voor veranderingen van de Amerikaanse rente.

We hebben een portefeuille samengesteld die profiteert van dalende kredietopslagen, wat vooral geldt voor investment grade bedrijfsobligaties en ABS.

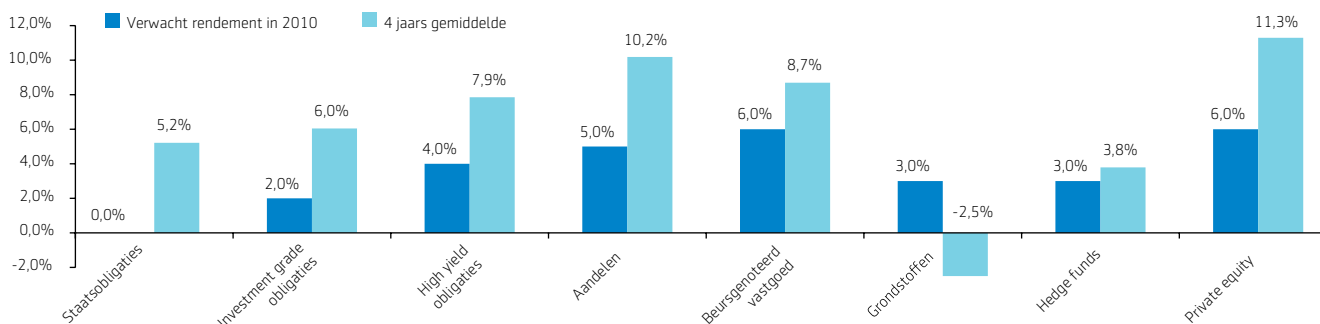
5 Evaluatie langetermijnsenario's 2010-2014

Met de langetermijnsenario's proberen we zo goed mogelijk de realiteit te voorspellen. Het is de basis van ons allocatiebeleid. Natuurlijk evalueren we onze voorspellingen. In dit afsluitende hoofdstuk zetten we voor de periode 2010-2014 onze prognose naast de werkelijkheid. Hoewel we natuurlijk niet alles konden voorzien, wisten we gemiddeld wel rendement toe te voegen via Dynamische Strategische Asset Allocatie (DSAA). Daarmee blijkt het een betrouwbare en aantrekkelijke methode.



Grafiek 5.1

Verwachte en gerealiseerde rendementen over de periode januari 2011 - september 2014.



Toelichting op tabel 5.1: Als we terugkijken naar de verwachte rendementen over de periode 2011-2014, dan blijkt dat we op bijna elke categorie té laag hebben gezeten. We hebben de daling van de rente gewoonweg onderschat. Interessant is echter dat we wel een juiste rangschikking hebben gehad: aandelen hebben het beter gedaan dan bedrijfsobligaties met een hoge krediet waardigheid. Deze rangschikking is juist belangrijk bij Dynamische Strategische Asset Allocation. Bron Aegon Asset Management

De verwachtingen in 2010

We waren in 2010 iets te positief over het verloop van het economisch herstel, waarbij vooral de werkgelegenheid achterbleef bij onze verwachtingen. We dachten destijds dat de Amerikaanse centrale bank de rente in 2014 weer op een niveau van 3% zou hebben gebracht. Met betrekking tot de verwachte rendementen, hadden we de onderlinge rangorde goed ingeschat. Zo verwachtten we binnen vastrentende waarden het hoogste rendement op High Yield obligaties en het laagste op staatsobligaties (grafiek 5.1). Dit is ook uitgekomen. Alle rendementen zijn echter ongeveer 4% te laag ingeschat, omdat we de sterke rentedaling niet hadden zien aankomen. Dit kwam vooral door de onverwacht sterke monetaire verruiming door de diverse centrale banken. Het extra geld leidde tot prijsinflatie van de meeste beleggingscategorieën. Onze inschatting dat risicovolle beleggingen het beter zouden doen dan de veilige, kwam ook uit.

2011: Crisis, overheidsschuld en economische groei

De Europese schulden crisis zou leiden tot forse bezuinigingen en hervormingen, dat was ons in 2011 duidelijk. De rekening hiervan, zo schreven we,

zou bij de Europese consument komen te liggen.

En inderdaad zijn de belastingen gestegen en is de werkloosheid hoog.

2012: Einde van de eurozone?

Hoewel in 2012 de Europese crisis in alle hevigheid losbarstte, schreven we in ons basisscenario dat "de trojka van Europese Unie, de Europese centrale bank en het Internationaal Monetair Fonds de zuidelijke landen in dit scenario met leningen blijft ondersteunen, in de verwachting dat het uiteenvallen van de eurozone nóg kostbaarder is". Die verwachting klopte, maar we gingen destijds wel uit van oplopende inflatie en in reactie daarop een rentestijging door de Europese centrale bank.

2013: Crisis ebt weg

Onze voorspellingen van 2013 sluiten redelijk aan bij de ontwikkelingen in het afgelopen jaar.

De Europese schulden crisis verdwijnt steeds meer naar de achtergrond en de concurrentiepositie van de Zuid-Europese landen verbetert. De Verenigde Staten begonnen met de afbouw van de monetaire verruiming. De vertraging van de Chinese economische groei die wij voorzagen, lijkt zich op dit moment te voltrekken.

Bijlage: langetermijnsценario in cijfers 2015-2018

Tabel

De langetermijnsценario's 2015-2018 in cijfers.

Basis scenario

Centrale bank rente %	Euro zone	VS	VK	Japan	China	BBP Groei %	Euro zone	VS	VK	Japan	China
2015	0,05	0,75	1,50	0,00	5,00	2015	1,1	2,8	2,4	0,8	7,3
2016	0,05	2,25	2,50	0,00	4,00	2016	1,8	2,6	2,2	1,0	6,8
2017	0,05	3,25	3,25	0,00	4,00	2017	1,9	2,5	1,9	1,2	5,8
2018	0,50	3,25	3,00	0,00	4,00	2018	1,3	1,8	1,4	0,9	6,4

Negatief scenario

Centrale bank rente %	Euro zone	VS	VK	Japan	China	BBP Groei %	Euro zone	VS	VK	Japan	China
2015	0,05	0,25	0,50	0,00	5,00	2015	0,5	1,2	1,1	0,4	6,2
2016	0,05	0,25	0,50	0,00	2,50	2016	-4,0	-2,0	-3,5	-3,5	2,2
2017	0,05	0,25	0,50	0,00	2,50	2017	1,5	1,8	2,2	1,1	5,4
2018	0,05	1,00	1,50	0,00	2,50	2018	1,0	2,8	1,6	0,6	4,5

Positief scenario

Centrale bank rente %	Euro zone	VS	VK	Japan	China	BBP Groei %	Euro zone	VS	VK	Japan	China
2015	0,15	1,25	2,50	0,00	5,00	2015	1,7	3,8	3,3	1,6	7,9
2016	0,15	3,25	4,50	0,00	5,00	2016	2,6	3,6	3,4	2,1	8,1
2017	2,00	4,00	4,00	0,00	5,00	2017	2,9	3,4	2,9	2,3	7,6
2018	3,50	3,50	4,00	0,00	5,00	2018	2,1	2,7	2,4	1,7	7,4

Bron: Aegon Asset Management

Verwacht gemiddeld rendement van onze portefeuille voor de komende 4 jaar (voor de 3 beschreven scenario's).

Kans	15%	70%	15%
Beleggingscategorie	Negatief scenario	Basis scenario	Positief scenario
Core Eurozone staatsobligaties	0.3%	-0.3%	-1.7%
EMU staatsobligaties	0.3%	0.1%	-1.8%
Bedrijfsobligaties met hoge kredietwaardigheid	0.0%	0.5%	1.1%
Hoogrenderende bedrijfsobligaties	0.4%	3.1%	4.8%
Emerging market debt	0.7%	2.6%	3.6%
Euro Asset Backed Securities	0.6%	0.9%	1.0%
Nederlandse hypotheek	3.4%	3.3%	3.9%
Wereldwijde aandelen	-10.9%	6.2%	11.7%
Noord-Amerikaanse aandelen	-16.4%	3.6%	9.4%
Europese aandelen	-9.1%	7.4%	12.5%
Opkomende markten	-7.6%	8.0%	15.1%
Beursgenoteerd vastgoed	-11.0%	6.2%	7.7%
Hedge funds	-3.9%	1.9%	4.6%
Private equity	-13.1%	7.3%	13.7%
Grondstoffen	-2.3%	1.6%	7.2%

Bron: Aegon Asset Management

Colofon

Redactie

Olaf van den Heuvel,
Jacob Vijverberg,
Rogier van Aart,
Robert-Jan van der Mark,
Jan Frederik Slijkerman,
Wim Almeloo,
Gerard Moerman,
Iavor Botev,
Thomas van Gameren

Redactieadres

Postbus 70
2591 CB Den Haag
E-mail info@aegonpensioen.nl
Website www.aegon.nl

Coördinatie & begeleiding

Hennie Poortinga

Ontwerp

Vormplan design,
Amsterdam

Lithografie

Grafimedia Amsterdam

Aegon Investment Management B.V. is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Deze informatie is met zorg samengesteld en er is naar gestreefd de informatie juist en zo volledig mogelijk te publiceren. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waarden kunnen geen rechten worden ontleend. Mocht u op basis van de gegevens verplichtingen met financiële consequenties aan willen gaan, dan raden wij u aan om contact op te nemen met uw financieel adviseur. De verstrekte informatie is aan wijziging onderhevig.

Auteursrechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder schriftelijke toestemming van de rechthebbenden worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotografie, microfilm of anderszins. Dit is ook van toepassing op de gehele of gedeeltelijke bewerking.