

# TIJD VOOR PLAN B

OUTLOOK 2017



# INHOUD

Inleiding	
Op naar Plan B	4
VS: Krap is voor de verandering gunstig	6
Overschot op de lopende rekening werkt naar twee kanten	8
P staat voor populisme	10
De trukendoos van de BoJ	12
Schuldendreiging	14
Italië – het zorgenkind van de EU	16
Handel. Want anders...	18
Het draait allemaal om waarderingen	20
Opkomende markten uit recessie	22
Rente gaat stijgen. Een beetje dan.	24
‘Onze munt, jullie probleem’	26

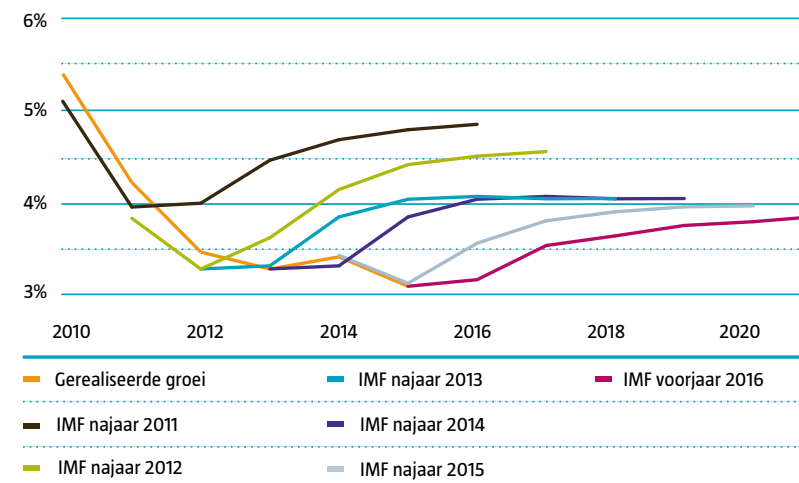
# OP NAAR PLAN B



Het was weer het oude liedje. In de nasleep van de Grote Recessie voorspelde het Internationaal Monetair Fonds – net als de meeste analisten – dat de economie snel zou herstellen. Een veel te optimistische voorspelling die ze vervolgens weer moesten herroepen. De cruciale vraag is nu: had het IMF eerder moeten inzien dat er meer structurele problemen waren, of was het een toevallige samenloop van conjuncturele omstandigheden die leidde tot een lange periode van tegenvallende groei? Het antwoord op die vraag is: waarschijnlijk allebei. Structurele factoren, zoals de vergrijzing, oplopende schulden, de digitale revolutie en toenemende inkomensongelijkheid, hadden een negatief effect op de onderliggende groeidynamiek. Maar daarnaast speelde ook een aantal tijdelijke factoren een belangrijke rol. Door de ongewoon krachtige recessie bezweek het transactiemechanisme van de bankensector.

Dit werd gevolgd door de eurocrisis, de ineenstorting van de grondstoffenmarkt en een teleurstellende groei in het complete blok opkomende landen. Het geheel werd nog eens versterkt door het overdreven vertrouwen in een enkele stimuleringsmotor, te weten het monetaire beleid. We zeiden het vorig jaar in onze Outlook al: het monetaire beleid is in een fase beland waarin het steeds minder oplevert en is niet meer in staat in zijn eentje de economie vlot te trekken.

Voorspellingen IMF wereldwijde reële bbp-groei, 2010-2020



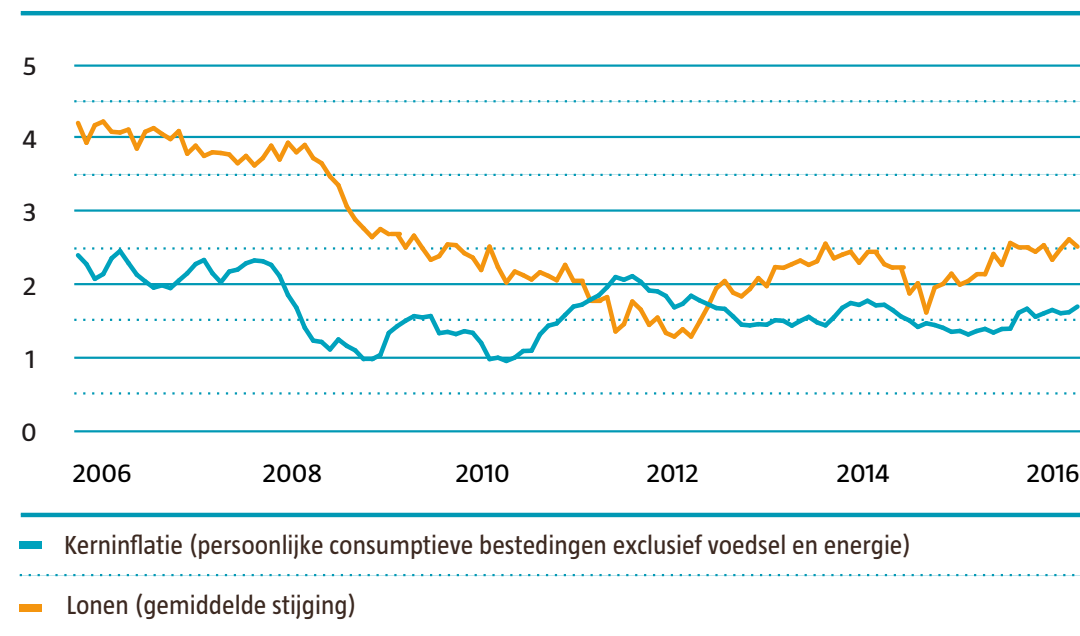
Bron: International Monetary Fund (IMF), World Economic Outlook

Dus... tijd voor Plan B. Maar is dat er wel? Het Amerikaanse electoraat dacht kennelijk van wel toen ze verrassend genoeg Donald Trump kozen als hun nieuwe president. Het is nu nog te vroeg om de bredere impact van zijn plannen te beoordelen, maar één ding lijkt wel zeker: hij dringt aan op fiscale stimulans en wil af van de huidige overmatige afhankelijkheid van het monetaire beleid. Je kunt dit natuurlijk afdoen als typisch Trump, maar ook de ECB dringt er de laatste tijd op aan dat regeringen hun verantwoordelijkheid nemen. Het is dus duidelijk dat het sentiment is gewijzigd. In combinatie met de, over het algemeen, krappere arbeidsmarkten in de meeste grote economieën, lijkt het wachten op de terugkeer van inflatie. Nu de groeiverwachtingen zo laag zijn, is er veel meer ruimte voor positieve verrassingen, juist omdat iedereen kennelijk denkt dat de groeivertraging een blijvertje is. Een paar positieve groei-verrassingen konden wel eens zorgen voor de zo broodnodige verbetering van het onderliggende sentiment en bovendien de investeringen aanjagen als een extra motor achter de groei. Het grote risico voor dit scenario is dat Trump ook kan kiezen voor Plan C: een terugkeer naar protectionisme...

Lukas Daalder, Chief Investment Officer Investment Solutions  
November 2016

# VS: KRAP IS VOOR DE VERANDERING GUNSTIG

Weer groot? Verenigde Staten, % stijging t.o.v. jaar daarvoor



Bron: BEA, Federal Reserve Bank of Atlanta

Hoewel de officiële bbp-groei de laatste jaren teleurstellend was, gold dit niet voor de arbeidsmarkt. Het huidige werkloosheidspeil ligt in de meeste grote economieën ver onder het langjarig gemiddelde en de banengroei is, gelet op de lage bbp-groei, opvallend stabiel gebleven. Natuurlijk kunnen de officiële cijfers vertekend zijn door een aantal ontmoedigde werknemers dat zich niet langer als werkloos laat registreren. Dat verandert echter niets aan het feit dat de arbeidsmarkt in de belangrijkste economieën – de VS, het VK, Duitsland en zelfs Japan – krappert is geworden. Deze werknemers keren misschien wel terug naar de arbeidsmarkt nu de situatie verbetert, maar hun vaardigheden sluiten maar zelden aan bij de gevraagde competenties en dus heeft dit nauwelijks gevolgen voor de krapte in veel delen van de arbeidsmarkt.

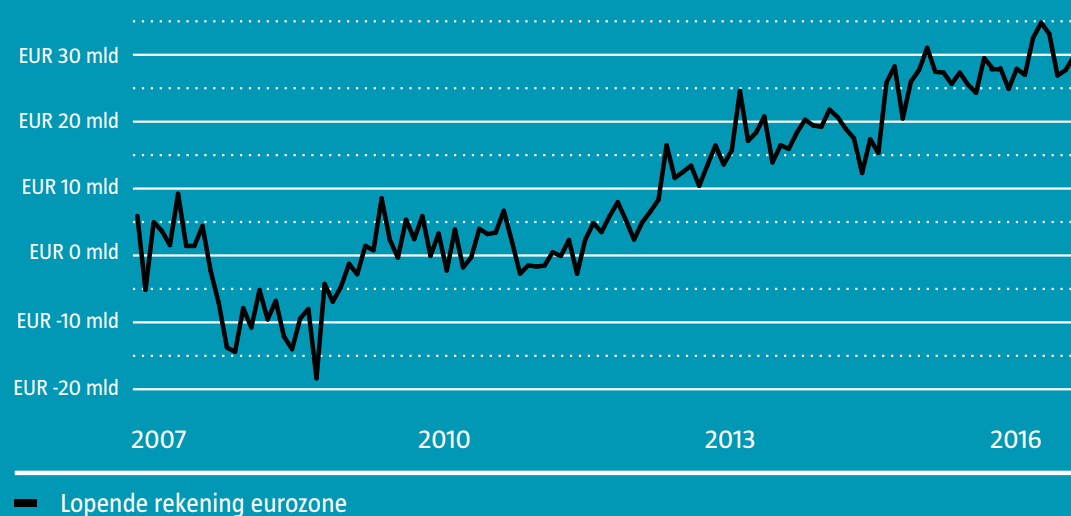
De gevolgen van deze krapte worden duidelijk als we bijvoorbeeld naar de VS kijken. In de economie bestaat eindelijk volledige werkgelegenheid en de loongroei is geleidelijk aan verbeterd. Aangezien de inflatie op dit moment nog steeds gematigd is, is die inkomensgroei reëel, en niet slechts nominaal. Dit betekent dat de consumptieve bestedingen hierdoor worden gestimuleerd en dat de investeringen weer kunnen toenemen. Een extra factor is dat de Amerikaanse consument de afgelopen jaren zijn schuld heeft afgebouwd, waardoor de vooruitzichten voor de Amerikaanse bestedingen er nog optimistischer uitzien. Het kan echter goed zijn dat Trumpanomics – met als gevolg een verdere toename van inkomensverschillen, de afbraak van Obamacare en mogelijk negatieve gevolgen van invoerrechten – de totale consumentenvraag afremt. Het is alleen nog te vroeg om hier nu al van uit te gaan. Al met al verwachten we desondanks dat de groei in de VS hoger zal uitkomen dan het niveau dat is voorspeld voor 2016.

Gaat dit uitmonden in een veel agressiever beleid van de Federal Reserve? Fed-voorzitter Janet Yellen heeft diverse malen aangegeven dat zij een inkomensgroei van tussen de 3% en 4% als gezond beschouwt en dat dit een noodzakelijke voorwaarde is voor een geleidelijke verkrapping van het monetaire beleid. Aangezien de meerderheid van de beleidsmakers binnen de Fed vermoedelijk aan de veilige kant wil blijven, houden wij rekening met maximaal twee bescheiden renteverhogingen in de loop van 2017.

‘De economie heeft eindelijk het punt van volledige werkgelegenheid bereikt en de loongroei verbetert geleidelijk’

# OVERSCHOT OP DE LOPENDE REKENING WERKT NAAR TWEE KANTEN

Overschot op lopende rekening: Teken van sterkte?



Bron: Bloomberg, Robeco

Als we zo de economen beluisteren, lijken er twee duidelijk verschillende opvattingen te bestaan over een overschot op de lopende rekening. De ene kant beschouwt een overschot als een teken van sterkte in de onderliggende economie; een overschot betekent dat goederen en diensten concurrerender worden geproduceerd dan elders. Deze school ziet de landen met een tekort als probleemlanden: zij moeten de teugels aanhalen, de kosten verlagen en concurrerender worden. De andere kant denkt hier heel anders over. Hier heerst de opvatting dat een overschot op de lopende rekening een teken is van onvoldoende binnenlandse vraag. Het huidige overschot is het gevolg van een overschot op de overheidsuitgaven of een overschot op de spaarrekening (meer spaartegoeden dan investeringen), of beide. Volgens deze interpretatie zijn het de landen met een overschot die de oplossing in handen hebben voor de onbalans op lopende rekeningen wereldwijd. De stap die je logischerwijs van hen verwacht, is dat ze maatregelen nemen om de binnenlandse vraag te stimuleren.

Dit betekent ook dat de eurozone binnen de wereldeconomie heeft gewerkt als een deflatoire kracht, omdat de combinatie van bezuinigingen in de periferie en het uitblijven van fiscale compensatie in de kernlanden heeft geleid tot deze groeiende onevenwichtigheid in de wereldeconomie. Tot dusver heeft de Duitse regering zich steeds verzet tegen de roep om meer economische stimulans. Wij verwachten wel enige beweging in deze houding, omdat voor het najaar van 2017 verkiezingen op stapel staan en Angela Merkel de kiezersgunst wil winnen met de belofte van belastingverlichting. Bovendien is de Duitse economie – met zijn 9% overschot op de lopende rekening – gevoelig voor protectionistische maatregelen van de Amerikaanse regering. Voor de VS is het immers tamelijk eenvoudig de eurozone te beschuldigen van het manipuleren van haar munt.

En er is nog iets. Hoewel de vergrijzing over het algemeen wordt gezien als een oorzaak van groeiende spaartegoeden, is er ook een natuurlijk kantelpunt: eenmaal met pensioen, begint het uitgeven. Dit is mogelijk de reden dat de Duitse consumptie de laatste twee jaar zo verrassend hoog was. Net als in de VS is de Duitse arbeidsmarkt de laatste jaren verkrappt, wat in 2017 gaat bijdragen aan de groei van de consumentenbestedingen. Als we dan ook nog bedenken dat de druk op de periferie om het bezuinigingsbeleid voort te zetten is afgenomen, hebben we de piek in het Duitse overschot waarschijnlijk achter ons.

‘Hoewel vergrijzing wordt gezien als een oorzaak van groeiende spaartegoeden, is er een natuurlijk kantelpunt’

# P STAAT VOOR POPULISME



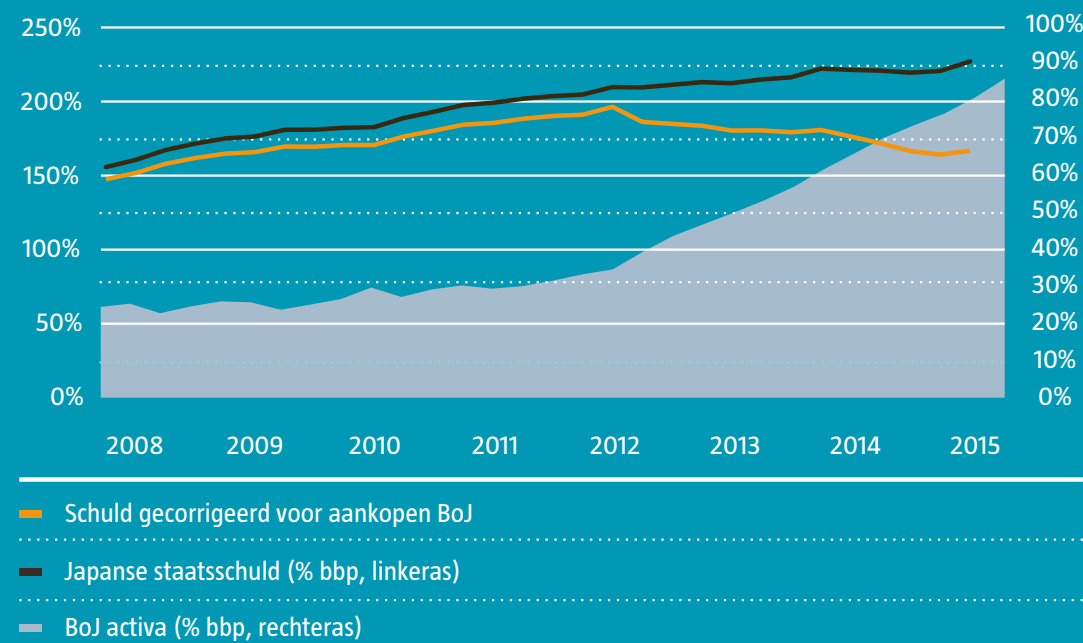
De politieke agenda voor 2017 is vol en kan nog verder worden belast door vervroegde Italiaanse verkiezingen. Afgezien van Italië (referendum in december 2016, mogelijk resulterend in nieuwe verkiezingen) vormt Frankrijk het grootste risico (april-mei 2017). De kans is groot dat de zelfbenoemde 'Madame Frexit' en kandidaat voor het ultrarechtse Front National, Marine le Pen, de tweede ronde bereikt van de presidentsverkiezingen. Algemeen wordt aangenomen dat ze het gaat verliezen van een meer algemene kandidaat (bijv. Alain Juppé van het populaire centrumrechts), maar laten we Brexit en Trump vooral niet vergeten... Mocht Le Pen winnen, dan komt de EU terecht in een desastreuze politieke en economische crisis. In het najaar van 2017 vinden in Duitsland algemene verkiezingen plaats. Dan zal blijken hoe groot de toenemende populariteit is van de ultrarechtse AfD (Alternative für Deutschland). Vermoedelijk vormt deze geen ernstige bedreiging voor de Duitse politieke stabiliteit en mogelijk wordt Merkel herkozen als premier. Maar een jaar is lang in het politieke landschap. De opkomst van de AfD kan ertoe leiden dat andere Duitse politici gaan aandringen op een harder beleid in Europa, wat een bedreiging vormt voor het politieke klimaat in de eurozone.

Het succes van Donald Trump toont aan dat de opkomst van de populistische stemmer niet alleen iets is dat in Europa voorkomt, maar tekenend is voor deze tijd. De ontevredenheid onder het brede electoraat wordt in verband gebracht met het teleurstellende herstel van de groei, de toenemende inkomensongelijkheid en het algemene gevoel dat de huidige politici niet luisteren naar hun kiezers. De ontevredenheid is zo groot dat deze niet langer kan worden genegeerd. Dat zou immers kunnen leiden tot ongewenste verkiezingsresultaten. De meest logische reactie van de zittende politici is dat ze weer in de gunst van de kiezer proberen te komen door populaire maatregelen te nemen, zoals verhoging van het minimumloon, meer progressieve fiscale regelgeving en een strenger beleid. We zeiden het al eerder: dit is een van de redenen waarom wij niet zo negatief zijn over de groeivoorzichten voor 2017.

'Mocht Le Pen winnen, dan komt de EU terecht in een desastreuze politieke en economische crisis'

# DE TRUKENDOOS VAN DE BOJ

Steeds grotere omvang balans BoJ



Bron: Bloomberg, BIS, Robeco

Net als je denkt dat we zo langzamerhand bij de eindstreep zijn van tien jaar 'financiële innovatie' in monetair beleid, komt de Bank of Japan (BoJ) aanzetten met alweer een nieuw plan. In plaats van alleen te bepalen hoeveel obligaties opgekocht gaan worden, is de bank nu overgegaan op yield curve control. Daarmee bepaalt de BoJ niet alleen de hoogte van de korte rente, maar ook die van de 10-jaarsrente, die op dit moment is vastgepind op een niveau rond de 0%. De periode 1942-1951 in de VS heeft ons geleerd dat de centrale bank maar weinig meer daadwerkelijk hoeft te kopen om die doelstelling te bereiken als de markt het doelniveau kent. De wetenschap dat er ergens een partij is die hoe dan ook obligaties koopt, is voldoende om de markt ervan te weerhouden de grens te testen.

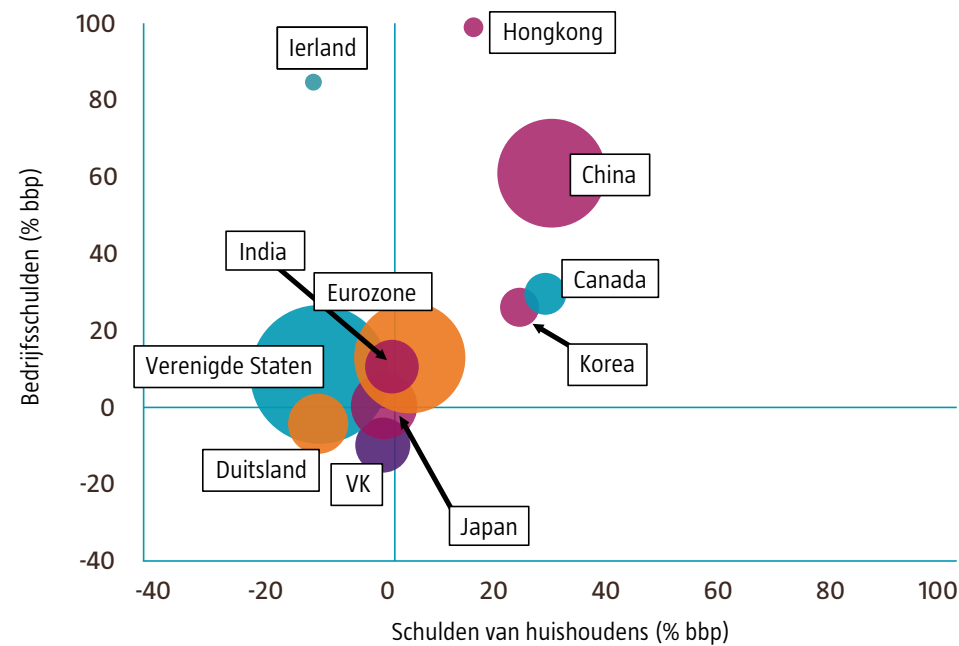
Maar wat geldt voor een stijgende rente, hoeft nog niet te gelden voor een dalende rente, omdat de BoJ ook dan moet optreden als een 'reddende verkoopengel'. Na de omvangrijke verruimingsprogramma's van de laatste paar jaar heeft de BoJ echter meer dan 27% van de uitstaande staatsschuld in handen, dus is er meer dan genoeg ruimte om op te treden als verkoper, mocht de markt daarom vragen. Is dit dan de langverwachte verbetering die Japan uiteindelijk zal redden? Bekeken vanuit monetair perspectief is er maar weinig veranderd. Het stelselmatig verlagen van de rente heeft de economie niet op gang gebracht, dus waarom zou het vastpinnen van de rente dat dan wel doen?

Natuurlijk zal de financiële sector de licht oplopende yield curve en de afnemende volatiliteit in de onderliggende obligaties verwelkomen, maar of dit ook werkelijk een verschil zal maken? Belangrijker is dat het vastpinnen van de koers van langlopende obligaties kan worden beschouwd als een uitnodiging aan de fiscale autoriteiten om hun stimulering op te voeren. Monetair beleid alleen is niet genoeg; de regering moet ook iets doen. Een belangrijk thema voor 2017 is hoeveel van deze speelruimte premier Abe gaat gebruiken. De Japanners zijn tot op heden helaas niet erg overtuigend geweest in hun fiscale bestedingen, maar Abe heeft meer opties tot zijn beschikking, zoals het verhogen van het minimumloon en het verhogen van de uitkeringen. Het Japanse werkloosheidscijfer is gedaald naar het laagste niveau in 20 jaar tijd, terwijl er nog nooit zo veel banen voorhanden waren sinds 1990. Door de vergrijzing van de bevolking heerst er krapte op de arbeidsmarkt, wat vroeg of laat moet leiden tot meer inkomensgroei. Eén ding is echter wel duidelijk: mocht er in de economie nog reflatie optreden, dan wordt die in ieder geval niet zichtbaar op de obligatiemarkt.

'Monetair beleid alleen is niet genoeg; de regering moet ook iets doen'

# SCHULDENDREIGING

De schuld is in zijn totaliteit stabiel gebleven, maar onderliggend zijn de wijzigingen aanzienlijk



Bron: BIS, Robeco

Schuld: is dat werkelijk zo'n groot probleem als iedereen lijkt te denken? Het is heel makkelijk alarmerend nieuws over dit onderwerp te vinden, en dus zal het misschien als een verrassing komen dat het allemaal nogal meevalt als we kijken naar het totale schuldniveau. In de VS is de totale schuld van de private sector als percentage van het bbp sinds 2008 blijven staan op een niveau van 150%. De groei van de bedrijfsschulden (sinds 2008 8% hoger als percentage van het bbp) wordt vrijwel geheel tenietgedaan door de daling in de schulden van huishoudens. Deze afname van de schulden van Amerikaanse huishoudens wordt maar zelden genoemd door al die schuldpaniekzaaiers. Desondanks zijn er wel probleemgevallen. Het duidelijkste is wel het exploderende Chinese schuldniveau. Met het volwassen worden van de Chinese groeicyclus is er steeds meer nadruk komen te liggen op kredietgroei. Sinds begin 2008 is de schuld van de Chinese private sector als percentage van het bbp gegroeid met ruim 90% (nu 210% van het bbp). Bedrijfskredieten nemen het grootste deel van deze groei voor hun rekening.

Centraal gestuurde groeidoelstellingen hebben voorrang gekregen boven een verstandig investeringsbeleid. Dit heeft geresulteerd in overcapaciteit, bijvoorbeeld op de woningmarkt en in de productiesector. Dit is ook duidelijk zichtbaar in de toename van slechte leningen: volgens de officiële cijfers vormen die nu 5% van het totaal, maar ramingen van het IMF spreken over mogelijk het drievoudige daarvan.

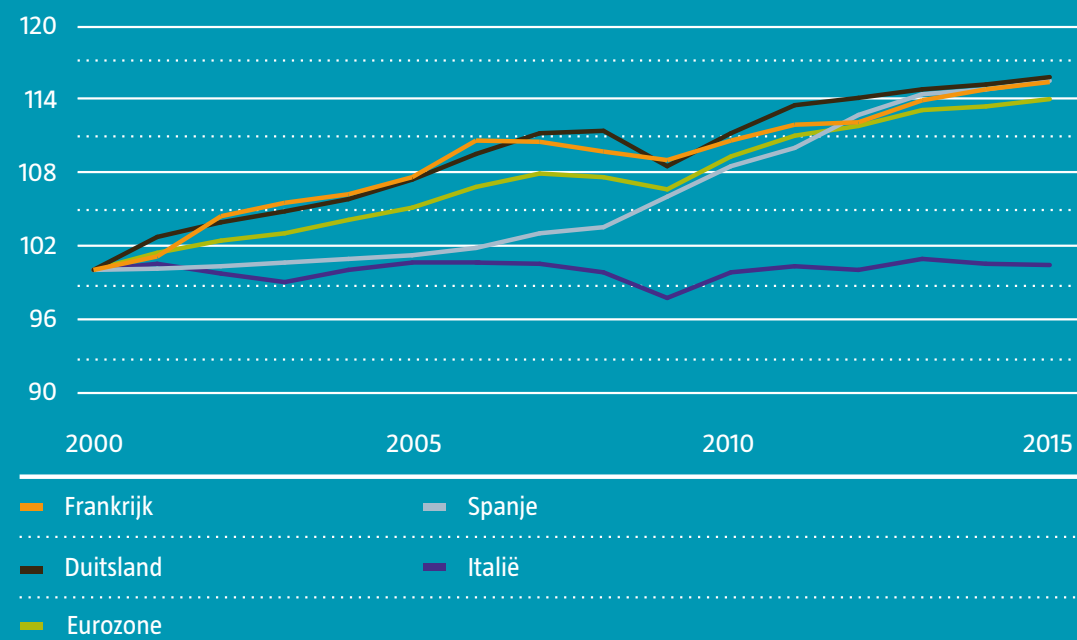
Het zou verstandig zijn om dit probleem doortastend aan te pakken: schulden afschrijven, bestaande overcapaciteit terugbrengen en de lasten over de hele economie verdelen om te voorkomen dat bepaalde sectoren daar overmatig door worden belast. Hoewel China als centraal geleide economie de mogelijkheid heeft om deze weg te kiezen, moet het daarvoor wel zijn groeidoelstelling van 6,5% voor de middellange termijn loslaten. Wij denken niet dat dat gaat gebeuren. Dit is omdat de huidige leider Xi Jinping het liefst geen somber economisch nieuws wil tot aan het 19e congres van de Communistische Partij in het najaar van 2017, als voor het eerst sinds 2012 een wijziging kan optreden in de top van de partij. We denken dus dat China de problemen nog wel even voor zich uit zal blijven schuiven. Hoewel dit op de langere termijn negatief is, beperkt het wel de groeiteleurstellingen in 2017.

'China zal de problemen nog wel even voor zich uit blijven schuiven'



# ITALIË – HET ZORGENKIND VAN DE EU

Reële arbeidsproductiviteit per gewerkt uur, Index (2000=100)



Bron: OESO, Robeco

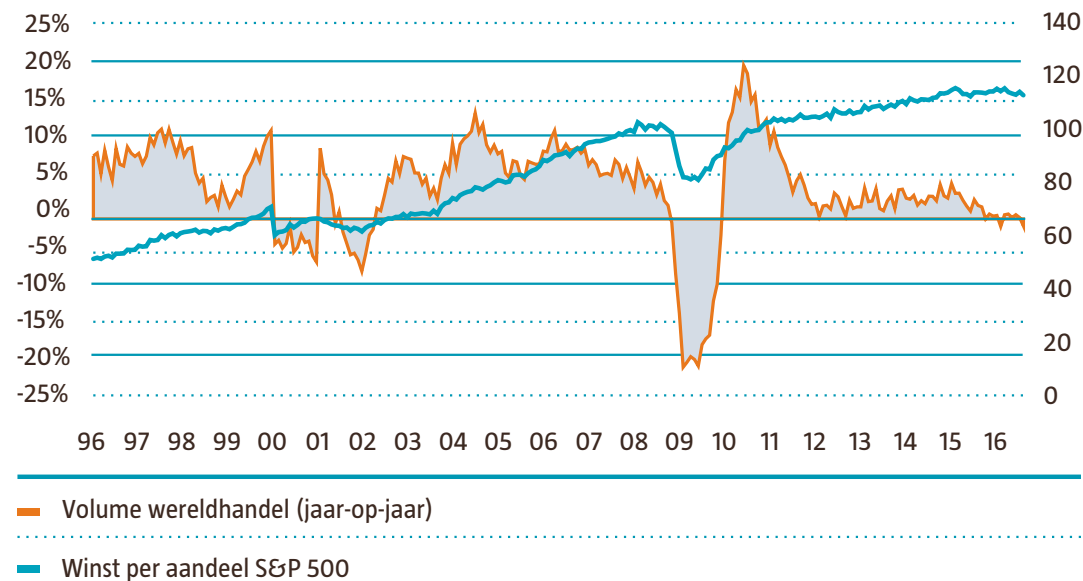
Binnen de eurozone bestaat een opvallend verschil tussen de reële arbeidsproductiviteit in Italië, de op twee na grootste economie, en de rest. De Italiaanse economie is de laatste tien jaar nauwelijks gegroeid, waardoor het electoraat begrijpelijkerwijs steeds meer gaat morren. Hervormingen om de groei te stimuleren zijn beperkt gebleven en Italië – met zijn weinig concurrerende beroepsbevolking – lijkt gevangen te zitten in de eurozone. Nu de ECB de lange rente doeltreffend laag houdt, is het risico verschoven naar maatschappelijke en politieke thema's. De oppositiepartij Lega Nord wijst de euro ronduit af en de Vijfsterrenbeweging heeft opgeroepen tot een referendum over de euro. Vanuit constitutioneel oogpunt is dat een enigszins twijfelachtig voorstel, maar als zij worden gekozen kan niets hen ervan weerhouden een raadplegend referendum te houden.

Zolang de Italiaanse regering, met wie dan ook aan het roer, zich in naam houdt aan de Europese regels, blijft de ECB de beschermheer van de obligatiemarkt. Maar een opstandige Italiaanse regering die overweegt de euro te verlaten, gooit de economie en het financiële systeem van de eurozone overhoop, wat waarschijnlijk leidt tot een ernstige recessie en een enorme politieke crisis in Europa. Dit is zeker mogelijk, maar wij denken niet dat dit het meest waarschijnlijke scenario is. De Italiaanse verkiezingen staan gepland voor uiterlijk mei 2018.

'De Italiaanse economie is de laatste tien jaar nauwelijks gegroeid'

# HANDEL. WANT ANDERS...

## Staat de wereldhandel op omvallen?



Bron: Bloomberg, Robeco

‘De wereldhandel zou op dit moment het meeste gebaat zijn bij aantrekkende economische activiteit’

Terwijl de wereldhandel afkoelt, raakt het debat over de kennelijke teloorgang van die wereldhandel steeds verhit. In een recente enquête van Reuters gaf 75% van de ruim 200 ondervraagde economen aan dat zij het belangrijker vonden voor de wereldeconomie de internationale handel nieuw leven in te blazen dan de inflatie te stimuleren. In zijn World Economic Outlook deelde het IMF onlangs de bezorgdheid van economen door te stellen dat de opleving van protectionisme ‘niet ongevaarlijk’ is en deels verantwoordelijk is voor de afname van de wereldhandel in de laatste jaren. Maar is deze recente vertraging wel zo bijzonder of was er in het verleden gewoon sprake van een buitengewoon sterke groei van de wereldhandel? Bij nadere beschouwing van de factoren die van invloed zijn op de wereldhandel, blijkt dat we in feite een geleidelijke normalisatie van de handel meemaken en geen meltdown. Het presidentschap van Trump vormt echter wel een risico voor deze visie.

De wereldwijd hoge bbp-groeicijfers van voor de financiële crisis stuwden in de jaren 2003-2007 de wereldhandel tot ver boven de langetermijntrend. De Chinese economie draaide op volle toeren, grondstoffen gingen van record naar record en de toeleveringsketen breidde zich wereldwijd uit. Aan deze gunstige omgeving kwam een abrupt einde door de financiële crisis. Volgens ramingen van het IMF is 75% van de vertraging in de wereldhandel te wijten aan het trage cyclische herstel na de crisis. Slechts 25% is het gevolg van een zwakker handelsbeleid (antidumping, compenserende rechten, tijdelijke handelsbelemmeringen enz.), grotendeels ingegeven door toenemend protectionisme.

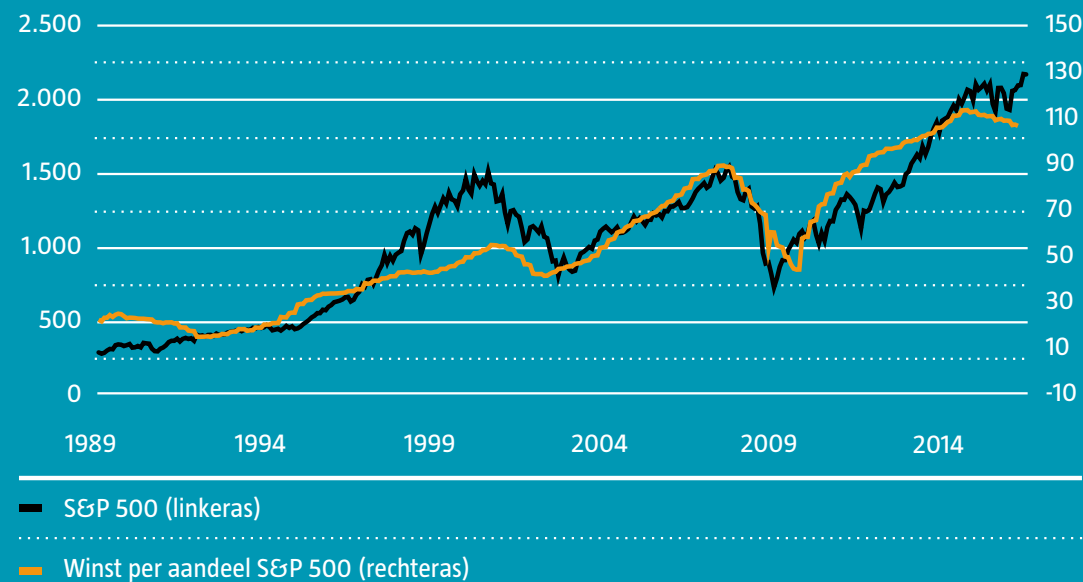
Op basis van deze beoordeling denken veel waarnemers dat de wereldhandel op dit moment het meeste gebaat zou zijn bij aantrekkende economische activiteit. Maar ook al zou de wereldwijde groei in 2017 verbeteren, zoals wij inderdaad verwachten, dan nog kan de wereldhandel teleurstellen. Ten eerste levert de verbeterde logistiek en verdere financiële integratie na tientallen jaren van profijt langzaam maar zeker minder op voor de handel. Ten tweede is een deel van de handel verhuisd naar de digitale wereld, waarin prijzen en marges veel lager zijn.

Maar nu Trump de nieuwe president van de VS wordt, is verreweg het grootste probleem de mogelijke opkomst van protectionisme. Zijn uitspraken over Mexico en China waren heel duidelijk, maar gelet op het huidige grote overschot van de eurozone op de lopende rekening, kan de situatie daar ook snel heel vervelend worden. Het grootste probleem is dat we nog niet weten welke prioriteiten de nieuwe regering onder Trump gaat stellen. Maar laten we niet al te pessimistisch zijn. De opkomende markten liggen nog ver achter op de nieuwste technologische ontwikkelingen in de volwassen markten. De wereldhandel blijft een belangrijke katalysator voor ambitieuze opkomende markten om hun technologische inhaalslag te versnellen. Nu het beleggerssentiment voor opkomende markten verbetert en de kapitaalstromen weer toenemen, kan de wereldhandel ook weer voorzichtig aantrekken. De recente stijging van de wereldhandel naar 1,5% op jaarbasis is wat dat betreft een goed teken. De term peak trade kan, net als in het recente verleden met peak oil het geval was, weleens te vroeg van stal zijn gehaald.

Deze kijk op de handel bevestigt onze positieve langetermijnvisie op opkomende markten, zie onze *Expected Returns 2017-2021*.

# HET DRAAIT ALLEMAAL OM WAARDERINGEN

Aandelenkoersen stijgen sneller dan de winstgroei



Bron: Bloomberg

Sinds het tweede kwartaal van 2015 neemt de stijging van de winst per aandeel op de Amerikaanse markt geleidelijk af, wat heeft geleid tot een winstrecessie. Dit valt samen met een dalende winstgevendheid van Amerikaanse bedrijven en een verslechtering van de omzetgroei. In het verleden is een aanhoudende daling van de winstmarge altijd een goede voorspeller geweest van recessies en van zware tijden voor de aandelenmarkt. Begin 2016 kreeg de angst voor recessie de markten in zijn greep. Velen dachten dat het wachten was op het moment dat de VS na zeven jaar herstel in een recessie zou belanden. Maar een groeifase stopt niet vanwege zijn hoge leeftijd. Dat hebben de tien jaren van economische groei die de VS doormaakte in 1991-2001 wel bewezen. Die periode eindigde door overdreven uitbundigheid. Tegenwoordig is overdreven uitbundigheid een zeldzaam fenomeen geworden op de aandelenmarkten.

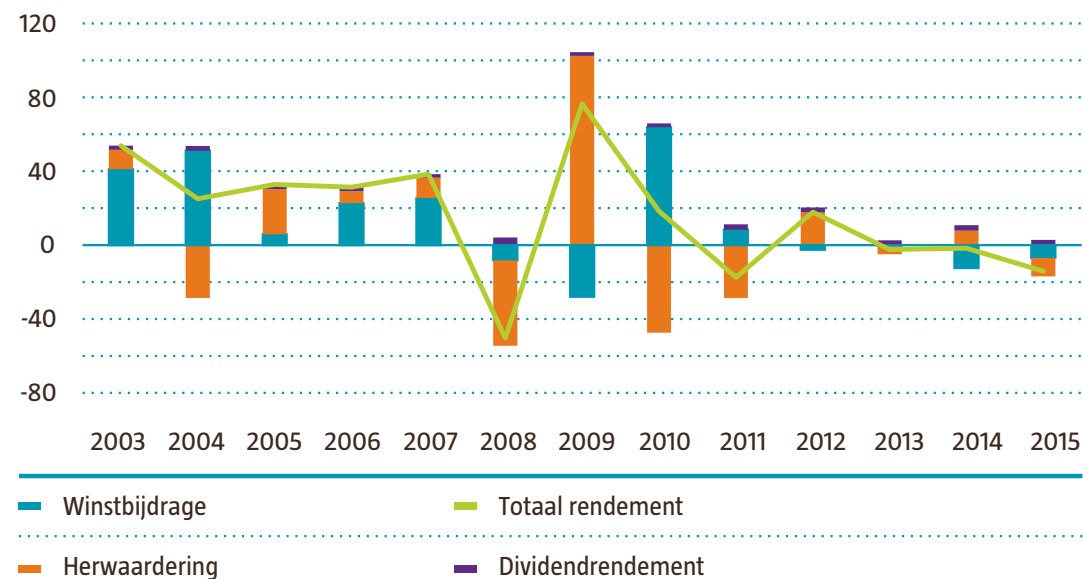
Bij een jaarlijkse loonstijging van ongeveer 3,5% verwachten we wel dat er meer druk komt te staan op de totale winstmarge, maar het belangrijkste slachtoffer van de huidige daling, de energiesector, zal wat van zijn pricing power terugwinnen. Per saldo verwachten we daarom een bescheiden daling van de winstmarge, terwijl de omzetten wat zullen stijgen waardoor de totale winstgroei in 2017 weer in de zwarte cijfers terecht komt. Dit kan een hogere waardering van Amerikaanse aandelen rechtvaardigen. Yellen zinspeelde onlangs nog op het leiden van een high pressure-economie. Wij denken dat de inflatieverwachtingen gaan oplopen. Dit zou de stelling dat we te maken krijgen met stagnatie nuanceren en positief zijn voor het aandelensentiment. De voorkeur van de belegger voor obligaties kan dan namelijk verschuiven naar aandelen, die een betere bescherming bieden tegen inflatie.

Het herstel van de winsten in de VS neemt een van de grootste zorgen weg die wereldwijd een rem zetten op de aandelenmarkten. De Amerikaanse markt is relatief duur en dat valt alleen te rechtvaardigen als er zicht is op winstgroei. Buiten de VS is de dynamiek op de aandelenmarkten duidelijk anders, omdat zowel de Europese als de opkomende markten goedkoop zijn. Je zou geneigd zijn te denken dat 2017 daarom een uitstekend jaar kan worden voor die markten. En dat zou inderdaad kunnen, maar het lot van die markten hangt wel sterk af van de uitkomst van diverse verkiezingen in Europa, de Brexit, het protectionisme van Trump en – het belangrijkste voor de opkomende markten – China.

‘Het herstel van de winsten in de VS neemt een van de grootste zorgen weg die een rem zetten op de aandelenmarkten’

# OPKOMENDE MARKTEN UIT RECESSIE

Specificatie rendement opkomende markten – veel beweging



Bron: Bloomberg, Robeco

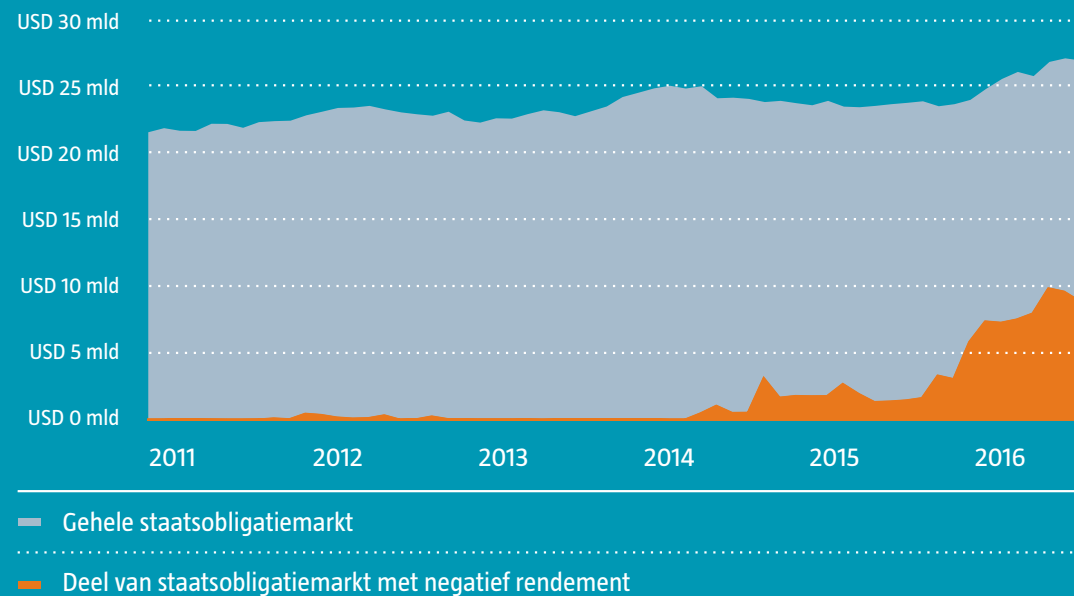
Tot dusver is 2016 het jaar waarin opkomende markten na vijf jaar van underperformance eindelijk de negatieve trend hebben doorbroken. Begin dit jaar waren opkomende markten nog onpopulair en massaal onderwogen, maar deze beleggingscategorie werd al snel de plek waar alle beleggers hun heil zochten. Houdt dit ook aan in 2017? Hoewel opkomende markten nog steeds handelen met een aanzienlijke korting ten opzichte van ontwikkelde markten, verwachten we dat de rally tijdelijk tot stilstand komt om daarna weer te hervatten, maar dan op basis van fundamentals. Ook hier is reden genoeg voor optimisme. Belangrijke opkomende landen als Brazilië en Rusland komen uit een recessie, waarbij dalende inflatiecijfers een ruimer monetair beleid mogelijk maken. India en Indonesië hebben hervormingen doorgevoerd en komen waarschijnlijk in gezonde groeicijfers terecht.

Omdat de productiviteitsgroei in deze landen nog steeds een inhaalslag maakt, blijft de winstgroei aantrekkelijk ten opzichte van die in ontwikkelde markten. We moeten echter wel rekening blijven houden met een incidentele vlaag van volatiliteit, bijvoorbeeld door de kracht van de dollar, de volatiele olieprijs, de dreiging dat Trump handelsakkoorden opzegt en (geo)politieke onrust. Bovendien blijft de situatie in China zeer belangrijk voor het sentiment rond opkomende markten. Voor 2017 verwachten we dat de groei in China net onder de 6,5%-doelstelling van het vijfjarenplan uitkomt. Het positieve effect van de recente monetaire stimulering verdwijnt echter in de loop van 2017, terwijl de resulterende stimulans voor kredietgroei in de productiesector uiteindelijk ten koste zal gaan van de toekomstige stabiliteit – een thema waar, naar onze inschatting, de markt steeds gevoeliger voor wordt.

‘Belangrijke opkomende landen als Brazilië en Rusland komen uit een recessie’

# RENTE GAAT STIJGEN. EEN BEETJE DAN.

Aandeel van obligaties met negatief rendement sterk gestegen



Bron: Barclays POINT, Bloomberg

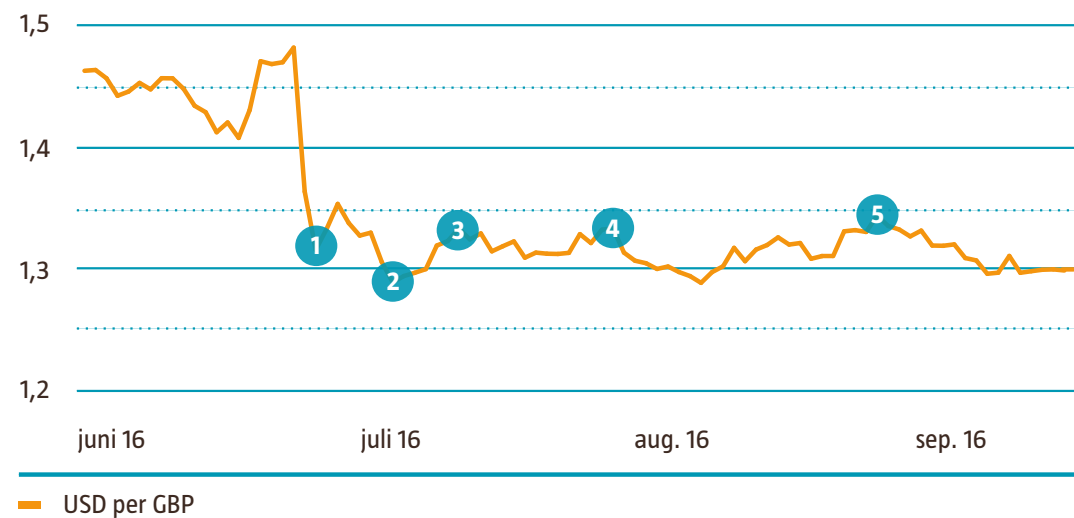
Door het kwantitatieve verruimingsprogramma van centrale banken hebben steeds meer uitstaande staatsobligaties een negatieve rente. Beleggers die obligaties kopen met een negatieve rente geven in feite aan dat ze een premie willen betalen om hun geld ergens te kunnen stallen in plaats van dat ze een premie vragen ter compensatie van het risico. Hierdoor lijkt het erop dat staatsobligaties met een negatieve rente risicovrij zijn. Maar dat is zeker niet zo. Ze bieden weliswaar bescherming tegen deflatie op de korte termijn, maar je lijdt gegarandeerd verlies als je ze de hele looptijd aanhoudt. De rentegevoeligheid van deze obligaties is de laatste tijd ook toegenomen, omdat regeringen de looptijd van hun uitstaande schulden verlengen. Als alle andere omstandigheden hetzelfde zijn, reageren de obligatiekoersen nu dus sterker op rentebewegingen dan in het verleden. En ter waarschuwing voor indexgerichte obligatiebeleggers: een gebrek aan rendement betekent niet dat er geen volatiliteit is.

Verwachten we dan dat volgend jaar de langverwachte correctie op de obligatiemarkt plaatsvindt? Veel, zo niet alles, hangt af van het beleid van centrale banken en dat wordt weer afgestemd op de terugkeer van inflatie. Dit jaar zagen we dat de BoJ is overgegaan op yield curve control, terwijl de ECB nog steeds volop bezig is met kwantitatieve verruiming. Op basis van onze voorzichtig optimistische vooruitzichten voor de Europese economie, een licht hogere inflatie aan het begin van 2017, en ervan uitgaande dat de verschillende Europese verkiezingen soepel verlopen, kunnen binnenkort al speculaties de kop opsteken over wanneer de ECB begint met het afbouwen van het verruimingsprogramma. Hoewel dit net als in 2015 kan leiden tot een tijdelijke toename van de volatiliteit, denken we dat de ECB wel zal ingrijpen als de markten te volatiel worden of te heftig reageren, vooral gezien de sluimerende geopolitieke risico's. De Europese rente wordt derhalve beperkt door een (mogelijke) interventie van de ECB. De grootste onzekerheid is wat er gaat gebeuren in de VS. Als Trump erin slaagt een reflatiepakket door te voeren waardoor de staatsschuld oploopt, worden Amerikaanse Treasuries kwetsbaarder. Op dit moment is het nog moeilijk te bepalen of een dergelijke strategie succesvol zal zijn. We verwachten dat de rente en de volatiliteit per saldo wat zullen stijgen, maar in onze ogen is het nog te vroeg om al te spreken van normalisatie.

'Obligatiekoersen reageren nu sterker op rentebewegingen dan in het verleden'

# 'ONZE MUNT, JULLIE PROBLEEM'

Scherpe daling van het pond na keuze voor Brexit



Bron: Bloomberg, Robeco

1. David Cameron treedt af als Britse PM na Brexit. GBP daalt 8,3%, S&P 500 verliest 3,6%, de dollarindex stijgt 2,1% en olie daalt 4,9%.
2. Pond naar 31-jarig dieptepunt van USD 1,2796 door angst voor financiële instabiliteit, vastgoedfondsen houden gelden vast.
3. Theresa May wordt premier. Twee dagen later stijgt het pond naar USD 1,3480.
4. Bank of England verlaagt rente, invoering kwantitatieve verruiming.
5. Verrassend goede cijfers, recessie-angst naar achtergrond, pond hoger.

Na het Brexit-referendum verloor het Britse pond ongeveer 18% aan waarde. Dit was een afspiegeling van het toegenomen risico op een Britse afscheiding van de grootste interne markt ter wereld. De Britse premier heeft aangegeven dat de regering eind maart 2017 artikel 50 van het Verdrag van Lissabon in werking wil stellen, waarmee twee jaar van onderhandelingen van start gaan. Het is echter nog geen uitgemaakte zaak dat deze stap ook daadwerkelijk wordt gezet. Er is namelijk goedkeuring nodig van het parlement en het is maar de vraag of er een meerderheid is. Bovendien is het onduidelijk of bepaalde delen van het VK (zoals Schotland) hun veto kunnen uitspreken. Er blijft dus veel onzekerheid, waardoor de buitenlandse investeringen in het VK afnemen. Gezien het zeer hoge tekort op de lopende rekening blijven deze afnemende buitenlandse investeringen het Britse pond onder druk zetten.

De verwachte stijging van de inflatie, als gevolg van de sterke verzwakking van het pond, heeft waarschijnlijk meer effect. Het lijkt er namelijk op dat het VK de enige belangrijke economie ter wereld is waar de inflatie de doelstelling voor 2017 zal overtreffen. Werknemers zullen hier niet volledig voor gecompenseerd worden vanwege de aanhoudende onzekerheid bij bedrijven. Bovendien beperkt een stijgende inflatie de bewegingsruimte van de Bank of England. In tegenstelling tot wat sommigen verwachtten, is de Britse economie niet van een klif gestort, maar duidelijk is wel dat de echte pijn van de Brexit nog moet komen. De groei van de Britse economie zal in 2017 dan ook een stuk lager zijn. Heeft dit ook een negatief effect op de rest van Europa? Ja, want naast de gevolgen van de afnemende binnenlandse vraag heeft het zwakke pond ook een heel direct effect: Britse exporteurs kunnen agressiever concurreren. Daar staat tegenover dat Europese investeringen mogelijk worden verplaatst naar andere landen. En dat zou deels het effect van de zwakkere groeivoorzichten voor het VK moeten compenseren.

'Het is duidelijk dat de echte pijn van de Brexit nog moet komen'

Robeco Institutional Asset Management B.V., hierna Robeco, heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam als beheerder van ICBE's en AIF's. Zonder verdere toelichting kan dit document niet worden beschouwd als compleet. Het is bedoeld om de professionele belegger te voorzien van algemene informatie over de specifieke capaciteiten van Robeco, maar is geen aanbeveling of advies om bepaalde effecten of beleggingsproducten te kopen of te verkopen. Alle rechten met betrekking tot de informatie in deze publicatie zijn en blijven voorbehouden aan Robeco. Niets uit dit document mag worden veelevoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Robeco Nederland B.V. De informatie in deze publicatie is niet bestemd voor personen in andere landen (zoals burgers of inwoners van de VS), waar het aanbieden van buitenlandse financiële diensten verboden is, of waar de diensten van Robeco niet beschikbaar zijn.

### **Aanvullende informatie voor in Frankrijk gevestigde beleggers**

RIAM is een Nederlandse vermogensbeheerder die is goedgekeurd door de AFM en die in Frankrijk zijn diensten mag aanbieden. Sinds 28 september 2012 heeft Robeco Frankrijk een vergunning als beleggingsbedrijf van de Franse financieel toezichthouder ACPR (voorheen ACP).

### **Aanvullende informatie voor in Duitsland gevestigde beleggers**

Deze informatie is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers of in aanmerking komende tegenpartijen in de zin van de Duitse Wet op de effectenhandel.

### **Aanvullende informatie voor in Italië gevestigde beleggers**

Dit document is uitsluitend bestemd voor gekwalificeerde beleggers en particuliere en professionele klanten (als beschreven in artikel 26 (1) (d) in de Consob-Verordening Nr. 16190). Indien dit document ter beschikking wordt gesteld aan distributeurs en door hen bevoegde personen voor promotie- en marketingactiviteiten, mag dit document alleen worden gebruikt voor het doel waarvoor het is ontworpen. De informatie in dit document is derhalve niet bedoeld voor derden, zoals particuliere klanten, en het is niet toegestaan deze informatie geheel of gedeeltelijk aan hen te verstrekken. Robeco wijst alle aansprakelijkheid af voor ander gebruik dan beschreven in dit document. Alle rechten met betrekking tot de informatie in deze publicatie zijn en blijven voorbehouden aan Robeco.

### **Aanvullende informatie voor in Spanje gevestigde beleggers**

Het Spaanse filiaal Robeco Institutional Asset Management BV, Sucursal en España, gevestigd te Paseo de la Castellana 42, 28046 Madrid, staat geregistreerd bij de Spaanse autoriteit voor de financiële markten (CNMV) onder nummer 24.

### **Aanvullende informatie voor in Zwitserland gevestigde beleggers**

Als de Zwitserse vertegenwoordiger van het fonds heeft RobecoSAM AG een vergunning van de FINMA, en UBS AG als het betaalkantoor. Het prospectus, de statuten, de jaarverslagen en halfjaarberichten van het fonds, en het overzicht van aan- en verkopen van het fonds gedurende het boekjaar zijn kosteloos verkrijgbaar bij het hoofdkantoor van de Zwitserse vertegenwoordiger RobecoSAM AG, Josefstrasse 218, CH-8005 Zürich. Indien de getoonde performance uit het verleden luidt in een andere valuta dan de valuta van het land waar u woont, moet u er rekening mee houden dat als gevolg van schommelingen in de wisselkoers de getoonde performance hoger of lager kan zijn als deze wordt omgerekend naar uw lokale valuta. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Tot 4 augustus 2010 zijn voor de in Luxemburg geregistreerde fondsen de transactiekoersen na aftrek van kosten per het einde van de maand gebruikt voor de performancecijfers. Vanaf 4 augustus 2010 wordt gebruik gemaakt van de transactiekoersen na aftrek van kosten op de eerste

werkdag van de maand. Rendementscijfers ten opzichte van de benchmark geven het resultaat van beleggingsbeheer vóór aftrek van beheervergoedingen en/of performance fees; de fondsrendementen zijn inclusief herbelegging van dividend en zijn gebaseerd op de intrinsieke waarden en wisselkoersen op het moment van waardering van de benchmark. Meer informatie over de fondsen wordt gegeven in het prospectus. Het prospectus is verkrijgbaar ten kantore van de vennootschap of via [www.robeco.ch](http://www.robeco.ch). De performance is exclusief de beheervergoeding. De in deze publicatie genoemde lopende kosten zijn gebaseerd op het laatst verschenen jaarverslag op basis van het einde boekjaar.

### **Aanvullende informatie voor in het Verenigd Koninkrijk gevestigde beleggers**

Deze verklaring is alleen bestemd voor professionele beleggers. Robeco Institutional Asset Management B.V. heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam als beheerder van ICBE's en AIF's en is onderworpen aan beperkte regelgeving in het VK door de Financial Conduct Authority. Nadere informatie over de regels die zijn opgelegd door de Financial Conduct Authority, is op verzoek bij ons verkrijgbaar.

### **Aanvullende informatie voor in Hongkong gevestigde beleggers**

Dit document wordt verspreid door Robeco Hong Kong Limited ('Robeco'). Robeco heeft een vergunning van en valt onder toezicht van de Securities and Futures Commission in Hongkong. De inhoud van dit document is niet gecontroleerd door enige toezichthoudende instantie in Hongkong. Als er ook maar enige twijfel bestaat over de inhoud van dit document, dient u onafhankelijk deskundig advies in te winnen.

### **Aanvullende informatie voor in Singapore gevestigde beleggers**

Dit document is niet als prospectus geregistreerd bij de Monetary Authority of Singapore. Dientengevolge mag dit document of enig ander document of materiaal dat verband houdt met het aanbieden of de verkoop, of met de uitnodiging tot inschrijving of aankoop van aandelen, niet in omloop worden gebracht of gedistribueerd, en mogen er geen aandelen worden aangeboden of verkocht, of tot voorwerp van een uitnodiging voor inschrijving of aankoop, direct of indirect, worden gemaakt met betrekking tot personen in Singapore anders dan (i) een institutionele belegger in de zin van paragraaf 304, hoofdstuk 289 van de Securities and Futures Act van Singapore (de "SFA"), (ii) anderszins op grond van en overeenkomstig de voorwaarden van enige andere van toepassing zijnde bepaling van de SFA.

### **Aanvullende informatie voor in Australië gevestigde beleggers**

Dit document wordt in Australië verspreid door Robeco Hong Kong Limited (ARBN 156 512 659) ('Robeco'). Robeco Hong Kong Limited hoeft volgens de Australische Corporations Act van 2001 (Cth) conform ASIC Class Order 03/1103 geen Australische licentie voor financiële dienstverleners te hebben. Robeco valt onder toezicht van de Securities and Futures Commission en onder de wetgeving van Hongkong. Deze wetgeving kan afwijken van de wetgeving in Australië. Dit document wordt alleen verspreid naar zakelijke klanten zoals gedefinieerd in de Corporations Act van 2001 (Cth). Dit document mag niet worden gedistribueerd of verspreid, hetzij direct of indirect, aan personen die in een andere klasse vallen. Het wordt uitsluitend aan u verstrekt voor informatiedoeleinden en het is niet toegestaan dit document geheel of gedeeltelijk te reproduceren, te verspreiden onder eventuele andere personen of te publiceren voor enig ander doel.

### **Aanvullende informatie voor in het Dubai International Financial Centre (DIFC) in de Verenigde Arabische Emiraten gevestigde beleggers:**

Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai Office), Office 209, Level 2, Gate Village Building 7, Dubai International Financial Centre, Dubai, PO Box 482060, UAE. Robeco Institutional Asset Management B.V. (Dubai office) valt onder toezicht van de Dubai Financial Services Authority ("DFSA") en doet alleen zaken met professionele klanten, niet met particuliere personen in de zin van de DFSA.

## Contact

**Robeco**

P.O. Box 973  
3000 AZ Rotterdam  
The Netherlands

T +31 10 224 1 224

I [www.robeco.com](http://www.robeco.com)

