



Dit groeitempo kan niet oneindig doorgaan

DOOR HANS AMESZ

De Multi Asset Group van Aegon Asset Management verwacht dat de economische groei in de komende paar jaar gaat afnemen. Deze afname zal de meeste ontwikkelde markten in de wereld raken. Een gesprek met Olaf van den Heuvel, CIO Aegon Asset Management Nederland en co-hoofd van de Multi Asset groep.

Komt er een einde aan de wereldwijde economische groei?

'De buitengewoon lange economische expansie in de Verenigde Staten, die al sinds 2008 gaande is, kan niet oneindig voortduren. Wanneer die expansie afneemt, heeft dat gevolgen voor de wereldwijde financiële markten,' zegt Van den Heuvel. 'Wij zien dat eigenlijk alle ontwikkelde economieën tegen de grenzen van hun groei aanlopen. Daar zijn verschillende redenen voor en wij zien er drie in het bijzonder.'

Weinig rek meer in de beroepsbevolking

'Er is sprake van een zeer lage werkloosheid en ontwikkelde landen kunnen niet in hetzelfde tempo banen blijven creëren. Op een gegeven moment is de rek eruit. Dit komt onder andere door de vergrijzingsgolf in veel volwassen economieën. Het Internationaal Monetair Fonds (IMF) heeft de impact van de verandering in de beroepsbevolking op de economische groei onderzocht. Zo'n vijf jaar geleden stonden Japan, Europa en China bovenaan de lijst van landen en gebieden die door een krimpende beroepsbevolking het hardst worden geraakt. Nu zijn dat onder andere ook de Verenigde Staten en Canada, die hun babyboom tien jaar na die van Europa hadden. Sommige economen denken nog steeds dat een groei van drie à vier procent nodig is voor een gezonde economie en dat de salarissen ook in die mate moeten stijgen, maar dat is niet het geval.'

Bedrijven hebben onder invloed van de extreem lage rente veel geleend

'We zien dat de totale marktwaarde van de bedrijfsschulden nu hoger is dan ooit. Dat is begrijpelijk vanwege de extreem lage rente, maar het maakt bedrijven kwetsbaar voor oplopende rentes. De schuldenratio van Amerikaanse bedrijven heeft een nieuwe piek bereikt. Bedrijven hebben de afgelopen jaren veel schuld papier uitgegeven en eigen



aandelen ingekocht. Als de rente omhooggaat, zullen de bedrijfswinsten onder druk komen te staan. Mocht de rente van één naar twee procent gaan, dan zou dat een verdubbeling van de lasten betekenen.'

Veranderend beleid van centrale banken

'Het is algemeen bekend dat de Amerikaanse centrale bank (Fed) is begonnen met het verhogen van de rente en daarmee in 2018 zal doorgaan. Daarnaast liet de Europese Centrale Bank (ECB) onlangs weten haar aankopen van staats- en bedrijfsobligaties te verminderen, iets wat de Fed al langer doet. Deze veranderingen in monetair beleid hebben uiteraard gevolgen voor partijen die diep in het krijt staan bij bijvoorbeeld banken en verzekeraars.

Naar verwachting zal de groei van de Amerikaanse economie, mede onder invloed van de genoemde ontwikkelingen, afnemen en ergens in 2019 of 2020 zelfs in een lichte recessie

belanden, waar de rest van de wereld, inclusief Europa, zich niet aan zal kunnen onttrekken.'

Wat zijn daarvan de gevolgen voor Europa?

'Als de Amerikanen gaan niezen, zullen wij verkouden worden. Ik denk dat Europa minder goed tegen tapering kan dan de Verenigde Staten. Overigens moet wel gezegd worden dat Europa er nu veel beter voor staat dan een aantal jaren geleden. Er zijn allerlei hervormingen doorgevoerd en in landen als Spanje en Ierland zijn de bankensystemen weer min of meer op orde. Italië zit daarentegen nog wel zwaar in de schulden. De staatsschuld bedraagt ruim honderddertig

Het gaat alweer enige tijd goed in opkomende markten; dit jaar wordt het waarschijnlijk de best presterende beleggingscategorie.

procent van het bruto nationaal product. Als de rente verdubbelt, kan Italië zijn rentelast eigenlijk niet meer dragen. Hetzelfde geldt voor Griekenland en in mindere mate voor Portugal. Het grote verschil tussen de Verenigde Staten en Europa is dat Noord-Amerika één land is en één taal heeft. In Europa is het lastig om Italië te dwingen zijn economische



DE EUROPEAN MULTI ASSET GROUP VAN AEGON ASSET MANAGEMENT
VAN LINKS BOVENAAN DE TRAP TOT RECHTS ONDERAAN DE TRAP: GARETH GETTINBY, JORDY HERMANN, ROBERT-JAN VAN DER MARK, IAVOR BOTEV, FARES BEN GHACHEM, OLAF VAN DEN HEUVEL, VINCENT MCENTEGART, GRAEME SHARPE, TIM STERK EN PATRICK SCHOTANUS.
VAN LINKS ONDERAAN DE TRAP NAAR RECHTS: RUUD RAMAEKERS, MICHAEL BARRETT, JACOB VIJVERBERG, BOUDEWIJN SCHOON, COLIN DRYBURGH, DEBBIE KING EN NICK EDWARDSON.

problemen op te lossen: je kunt moeilijk tegen de Italianen zeggen dat zij maar in een ander Europees land moeten gaan werken. In de Verenigde Staten is veel meer arbeidsmobiliteit.'

Wat betekenen deze ontwikkelingen voor institutionele beleggers?

'We zitten in een periode waarin de rente op staatsobligaties extreem laag is en in landen als Duitsland, Zwitserland en Nederland zelfs negatief is. Dat betekent dat een belegger zijn geld niet volledig terugkrijgt: hij koopt voor meer dan honderd en krijgt na een aantal jaren honderd terug. Onder bepaalde omstandigheden kan een staatsobligatie een goede belegging zijn, bijvoorbeeld voor een pensioenfonds dat zijn verplichtingen wil afdekken en zo min mogelijk renterisico wil lopen. Maar over het algemeen zijn in een omgeving waarin de centrale bank zegt de rente te gaan verhogen, staatsobligaties niet aantrekkelijk vanwege de huidige negatieve rente.

De vraag is natuurlijk wat de alternatieven zijn. Een belegger kan langzaam de zogenoemde risicocurve oplopen en meer in spreadproducten, risicovollere obligaties en illiquide beleggingen investeren. We zien dat in een omgeving waarin de verwachte rendementen laag zijn en de rente langzamerhand omhooggaat, meer onzekerheid binnensluipt. Dat betekent dat er meer beweeglijkheid in de markt komt en er meer ruimte ontstaat voor actief beleid.'

Wat betekent dit voor de asset allocatie?

'Vanwege de extreem lage of zelfs negatieve rente op solide staatsobligaties kijken wij naar meer risicovolle en minder liquide obligaties, maar ook naar aandelen, grondstoffen en alternatieve beleggingen, zoals hypotheekbeleggingen. En naar Asset Backed Securities (ABS) die een diversificatievoordeel bieden, waardoor een betere rendement-risicoverhouding in de portefeuille gecreëerd kan worden. Dit laatste vereist wel wat educatie, aangezien Europese ABS vaak verward worden met CDO's en Mortgage Backed Securities uit de Verenigde Staten. Verder vinden wij aandelen en obligaties uit opkomende economieën interessant. Het gaat alweer enige tijd goed in opkomende markten; dit jaar wordt het waarschijnlijk de best presterende beleggingscategorie. Voor beleggers geldt dat een gestaag groeiende economie waarbij de dollar niet al te sterk wordt, heel gunstig is.' «

Wij zien dat eigenlijk alle ontwikkelde economieën tegen de grenzen van hun groei aanlopen.



CV

Olaf van den Heuvel, CIO van Aegon Asset Management Nederland en co-hoofd van de Multi Asset groep, kwam in 2000 bij Aegon Asset Management als portfolio manager Pacific Equities en strateeg. Sinds 2007 leidt Van den Heuvel het Multi Asset team, verantwoordelijk voor de multi-asset mandaten, asset allocatie en de strategische visie op asset classes voor Aegon Asset Management in Nederland. Sinds 2014 is hij lid van de Global Asset Voting Committee. Van den Heuvel heeft Economie gestudeerd aan de Universiteit Tilburg en mag de CFA titel voeren.

De buitengewoon lange economische expansie in de VS kan niet eeuwig voortduren. Daar zien wij drie bijzondere redenen voor:

- 1) Weinig rek meer in de beroepsbevolking
- 2) Bedrijven hebben onder invloed van de extreem lage rente veel geleend
- 3) Veranderend beleid van centrale banken

Vanwege de extreem lage of negatieve rente op solide staatsobligaties kijken wij naar minder liquide obligaties, maar ook naar aandelen, grondstoffen, alternatieve beleggingen zoals hypotheekbeleggingen, ABS en aandelen, en obligaties uit opkomende economieën.