

Investment Letter

Achmea Investment Management



November 2019

Ogen nu gericht op economie

Beleggingsomgeving
Lichtpunten
aan de horizon

Marktontwikkelingen
2019: een
positief
beleggingsjaar

Vooruitzichten
Lage
rendementen
door hoge
waardering

Special
Outlook 2020:
rugwind
neemt af

Lichtpunten aan de horizon

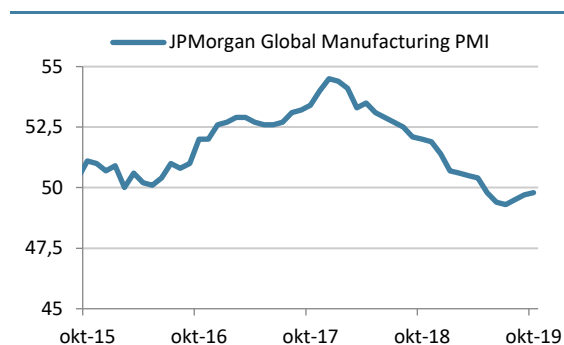
Wereldwijd zwakt de economische groei af. Maar er zijn signalen dat de groeivertraging niet verder doorzet. Macro-economische indicatoren duiden op stabilisatie. In de industriële sector, die de bron van de neergang is, zijn tekenen van herstel. De vooruitzichten voor de dienstensector zijn overwegend positief. Daarnaast sijn de monetaire stimulansen door in de economie. Zowel de Fed als de ECB hebben de afgelopen maanden het monetaire beleid verruimd. Positief is ook dat een aantal belangrijke risico's afnemen. Een voorlopig handelsakkoord lijkt binnen handbereik en de kans op een ongecontroleerde brexit is klein. Financiële markten zijn al vooruitgelopen op deze positieve ontwikkelingen. Nu zijn de ogen gericht op de economie of het verwachte herstel doorzet.

Tekenen van stabilisatie

De wereldwijde economische groei zwakt af. De groeicijfers over het derde kwartaal waren lager dan over de voorgaande kwartalen. Wel zijn er tekenen van stabilisatie in diverse vertrouwensindicatoren. Zo herstelt de wereldwijde inkoopmanagersindex voor de industrie. De index daalde gestaag sinds de piek van eind 2017, maar de laatste maanden loopt deze weer voorzichtig op (zie figuur 1). De index bevindt zich nog wel onder de 50, wat duidt op economische krimp. Stabilisatie is in meerdere regio's zichtbaar. Zowel de Amerikaanse als de Europese inkoopmanagersindices veerden in oktober op. Dit duidt erop dat de neergang in de verwerkende industrie niet langer doorzet. In de eurozone blijft vooral de Franse economie het relatief goed doen. In Duitsland is de economische situatie minder rooskleurig. De industrie zit daar in een recessie en de vooruitzichten verbeteren nauwelijks. De vooruitzichten voor de wereldwijde dienstensector zijn beter. In de Verenigde Staten trekt de consument de kar. Zo ondersteunen de renteverlagingen de consumentenbestedingen. Vooral de huizenmarkt en duurzame consumptiegoederen profiteren van een lagere rente. Daarnaast ligt de Amerikaanse arbeidsmarkt er goed bij. De baangroei zet gestaag door, de werkloosheid is historisch laag en er is sprake van robuuste loongroei. De kracht van de Amerikaanse consument heeft tot op heden de zwakke industrie en de teleurstellende bedrijfsinvesteringen meer dan gecompenseerd. In het derde kwartaal was sprake van een groei van 1,9% op jaarbasis volgens de eerste schatting.

FIGUUR 1 WERELDWIJDE INKOOPMANAGERS-INDEX INDUSTRIE STABILISEERT

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Wisselend beeld in Azië

In China komt het herstel nog niet echt van de grond. De economische groei neemt er gestaag af. Mede hierdoor heeft de Chinese centrale bank begin november de monetaire teugels laten vieren. De renteverlaging was beperkt, slechts 5 basispunten, maar naar verwachting is dit het begin van een monetaire verruimingscyclus om de groei te stimuleren. Positief is dat de inkoopmanagersindex in diverse Aziatische landen uitbodemt. Zo lijkt in Taiwan en Zuid-Korea de industrie voorbij het dieptepunt te zijn. Door hun open karakter fungeren deze economieën vaak als een goede indicator voor de ontwikkelingen in de wereldhandel. De wereldhandel heeft tot nu toe te lijden onder het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China.

Handelsakkoord binnen bereik

Recent komen positieve signalen naar buiten over een gedeeltelijke oplossing van het handelsconflict. De Verenigde Staten schrappen mogelijk een deel van de eerder ingevoerde importheffingen op Chinese producten. In ruil daarvoor gaat China meer Amerikaanse agrarische producten kopen. Een voorlopig akkoord tussen beide grootmachten lijkt haalbaar op de korte termijn. Een definitieve oplossing van het conflict is nu niet haalbaar. Voor verschillende strategische pijnpunten is nog geen oplossing gevonden. De strijd tussen de Verenigde Staten en China over diverse onderwerpen, niet alleen handel, zal de komende jaren dan ook voortgezet worden. Maar een voorlopig akkoord verlaagt de onzekerheid op korte termijn en is een positieve stimulans voor de wereldeconomie. De kans op een mondiale recessie neemt hierdoor sterk af (zie special: *Outlook 2020: Rugwind neemt af*).

Inflatiedruk blijft laag

Gemiddeld genomen blijven de inflatiecijfers gematigd. In de eurozone schommelt de kerninflatie het hele jaar al rond de 1%. De headline inflatie is de afgelopen maanden gedaald in lijn met de gedaalde olieprijs. In de Verenigde Staten schommelt de kerninflatie rond de 1,6%. De headline inflatie ligt momenteel onder dit niveau. Er zijn geen directe signalen dat de inflatie op korte termijn sterk zal oplopen. Structurele deflatoire krachten houden de inflatie in toom. De gematigde inflatiecijfers geven de centrale banken de ruimte het monetaire beleid ruim te houden.

Fed verlaagt de beleidsrente

De draai in het monetaire beleid was een belangrijke factor in de ontwikkeling van de economie en de financiële markten in 2019. De Amerikaanse centrale bank (Fed) had eind 2018 het voornemen de beleidsrente nog een aantal malen te verhogen. Ondertussen heeft de Fed de rente in drie stappen van 25 basispunten verlaagd naar een bandbreedte van 1,5% - 1,75% (zie figuur 2). De Fed ziet de renteverlagingen als een voorzorgsmaatregel tegen de risico's die de economische groei bedreigen. De Fed voorziet de financiële markten ook opnieuw van liquiditeiten via een opkoopprogramma van kortlopende staatsobligaties om de spanningen op de geldmarkt te verkleinen. Omdat diverse risico's afnemen en de economie nog steeds gestaag groeit, wil de Fed nu een pas op de plaats maken. De beleidsrente wordt alleen verder verlaagd als de economische situatie sterk verslechtert. Renteverhogingen zijn voorlopig ook niet aan de orde, tenzij de inflatie langdurig boven de doelstelling uitkomt. Ondanks de afwachtende houding van de Fed, gaan beleggers ervan uit dat de beleidsrente in 2020 verder omlaag gaat. Zolang de economische groei op peil blijft, verwachten we dat de Fed de beleidsrente voorlopig ongemoeid laat. Dit neemt niet weg dat we, net als de markt, verwachten dat de Fed de beleidsrente eerder zal verlagen dan verhogen.

ECB herstart opkoopprogramma

De ECB heeft het opkoopprogramma van obligaties na tien maanden in november weer hervat. De omvang van het programma bedraagt nu €20 miljard per maand. De ECB verlaagde in september de depositorente met 10 basispunten naar -0,5%. De lage inflatieverwachtingen zijn de belangrijkste genoemde reden voor de nieuwe ronde aan monetaire stimulansen. Het pakket aan

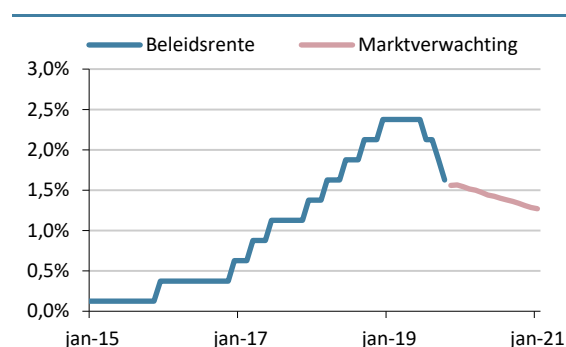
maatregelen was het laatste wapenfeit van Mario Draghi als ECB-president. De Franse Christine Lagarde heeft hem in november opgevolgd. Voor haar ligt de taak om de eenheid binnen de ECB te herstellen, aangezien de kritiek op de in september genomen maatregelen toeneemt. Het Duitse ECB-lid Sabine Lautenschläger vertrok voortijdig en diverse centralebankpresidenten uitten hun ongenoegen over de recente besluiten. De meningen zijn sterk verdeeld over de vraag of de vermeende voordelen van het zeer ruime en onconventionele ECB-beleid opwegen tegen de potentiële negatieve gevolgen hiervan. De ruimte om het beleid nog verder te verruimen, door bijvoorbeeld de depositorente nog negatiever te maken of de omvang van opkoopprogramma te vergroten, is beperkt. Wel zal het monetaire beleid onder Lagarde nog lange tijd ruim blijven. Een jaar geleden leek een begin te worden gemaakt met enige normalisatie van het beleid. Dit vooruitzicht is nu voor de komende jaren van tafel.

Verkiezingen moeten brexit-impasse doorbreken

De brexit is opnieuw uitgesteld. Eigenlijk zouden de Britten de Europese Unie (EU) op 31 oktober verlaten. Ondanks dat er een meerderheid was voor het brexit-akkoord dat premier Boris Johnson met de EU is overeengekomen, wilde het Britse Lagerhuis meer tijd om alle brexit-wetgeving af te ronden. Het Verenigd Koninkrijk heeft daarom opnieuw uitstel bedongen bij de EU. De nieuwe einddatum is nu 31 januari 2020. Om de brexit-impasse te doorbreken, stuurde premier Johnson aan op vervroegde verkiezingen. Op 12 december vinden deze plaats. Johnson hoopt op een meerderheid voor de Conservatieven om zo zijn brexit-plan te kunnen uitvoeren. De verkiezingsuitslag is bepalend voor het verdere verloop waarbij in principe nog alle opties op tafel liggen (zie: *Outlook 2020: Rugwind neemt af*).

FIGUUR 2 FED VERLAAGT DE BELEIDSRENTE

Bron: Bloomberg, Achmea IM



2019: een positief beleggingsjaar

2019 gaat waarschijnlijk de boeken in als een positief jaar voor vrijwel alle beleggingscategorieën. Over de hele linie is sprake van positieve totaalrendementen. De draai in het monetaire beleid is de belangrijkste drijver hierachter. Rentenniveaus daalden hierdoor in Europa naar nieuwe laagterecords. De laatste maanden veren deze echter weer wat op. Aandelenmarkten, vooral de Amerikaanse, bereikten nieuwe recordniveaus. De stabilisatie in macro-economische indicatoren en afnemende risico's dragen ook bij aan het positieve sentiment.

Een goed beleggingsjaar

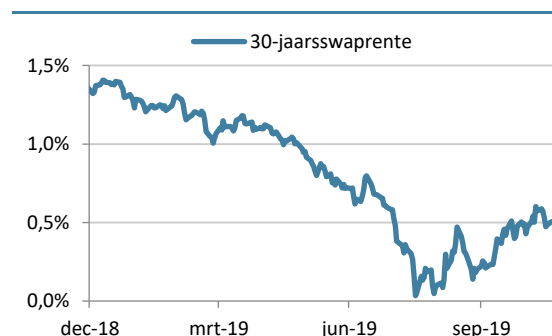
De totaalrendementen zijn dit kalenderjaar voor alle in figuur 3 getoonde beleggingscategorieën positief. De belangrijkste gemene deler achter de positieve rendementen is de draai in het monetaire beleid. Dit leidde tot een daling van risicovrije rentes en risicopremies. Risicovrije rentes daalden tot nieuwe historische dieptepunten in augustus. Sindsdien zijn de rentenniveaus weer wat opgeveerd. De 30-jaarsswap-rente steeg van bijna 0% medio augustus naar 0,5% medio november (zie figuur 4). Aandelen bereikten nieuwe recordniveaus dit jaar. De wereldwijde aandelenindex (MSCI all country world index) steeg in euro's gemeten naar het hoogste niveau ooit. Het positieve effect van de draai in het monetaire beleid prevaleerde boven de afzwakkende wereldwijde groei en de handelsspanningen. Daarnaast is de afgelopen maanden een aantal risico's afgenomen. Het vooruitzicht op een handelsakkoord en de lagere kans op een ongecontroleerde brexit leidden tot optimisme op

de beurzen. De bedrijfswinsten bleven dit jaar op peil. De gevreesde winstrecessie is voorsnog uitgebleven, maar van winstgroei is ook nauwelijks sprake. Het aandelenrendement komt vooral door de opgelopen waardering.

De risicovolle vastrentende categorieën deelden mee in het positieve sentiment. Over de hele linie gingen risico-opslagen omlaag. Gecombineerd met de daling van de risicovrije rente leidde dit tot positieve totaalrendementen. Obligaties uit opkomende landen presteerden goed en vooral die in lokale valuta. Gemiddeld genomen daalden in opkomende landen de rentenniveaus en stegen de valuta's in waarde ten opzichte van de euro. Ook ten opzichte van andere valuta's gaf de euro dit jaar terrein prijs. Vooral het Britse pond was de laatste maanden in trek nu de kans op een *no-deal*-brexit sterk is geslonken.

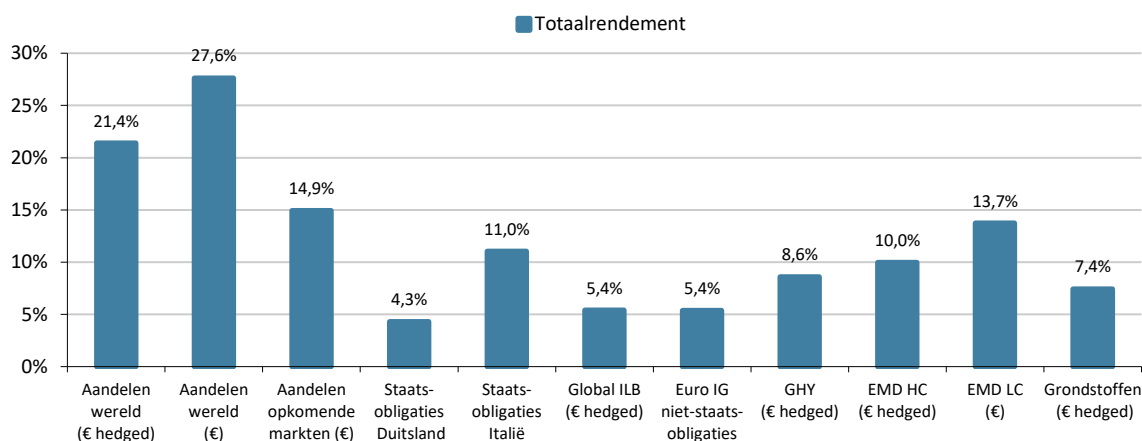
FIGUUR 4 30-JAARSEUROSWAPRENTE VEERT OP

Bron: Bloomberg, Achmea IM



FIGUUR 3 TOTAALRENDEMENTEN IN 2019 (T/M MEDIO NOVEMBER)

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Lage rendementen door hoge waardering

De verwachte rendementen zijn over de hele linie gematigd voor de middellange termijn. De lage renteniveaus zijn de belangrijkste boosdoener. We verwachten wel dat we voorlopig het dieptepunt in de kapitaalmarktrente hebben gezien. Maar dan nog zullen renteniveaus laag blijven de komende jaren. Het verwachte rendement op aandelen is ook beperkt. Door de opgelopen waardering ogen sommige aandelen-regio's, zoals de Verenigde Staten, kwetsbaar.

Rentedaling gestuit

De verwachte rendementen voor de middellange termijn zijn voor de meeste beleggingscategorieën laag (zie figuur 5). De belangrijkste oorzaak is de aanhoudend lage rente in de eurozone. We verwachten dat de renteniveaus de komende jaren laag blijven in lijn met ons 3L-scenario. Maar de ruimte voor verdere rentedalingen lijkt beperkt. Het is echter niet uit te sluiten dat in een crisisscenario de kapitaalmarktrente in de eurozone een nieuw dieptepunt bereikt. Maar wanneer de economie stabiliseert, er geen nieuwe monetaire maatregelen komen en risico's wegebben, is de kans groot dat we in augustus voorlopig het dieptepunt van de rente gezien hebben.

Waardering aandelenmarkt opgelopen

Het verwachte rendement voor aandelen is absoluut gezien beperkt. Het hoge rendement uit 2019 werd grotendeels veroorzaakt door de oplopende waardering. De gedaalde rente en de gedaalde risico's droegen hieraan bij. Er was nauwelijks sprake van winstgroei. De winsten staan op recordniveaus, vooral in de Verenigde Staten, en de druk hierop neemt toe. De gematigde economische groei biedt maar beperkt ruimte voor omzetgroei en de winstmarges worden aangetast door oplopende loonkosten en het handelsconflict. Daarnaast is het positieve effect van Trumps belastingverlagingen zo goed als uitgewerkt. De rugwind voor vooral Amerikaanse aandelen neemt hierdoor af. Positief is dat het absolute niveau van de winsten in opkomende landen niet op recordniveaus staat. Het winstniveau ligt daar onder de historische trend en daarom verwachten we dat het opwaarts potentieel voor deze categorie groter is dan voor de ontwikkelde landen. Wanneer het handelsconflict niet ontspooit, de Fed een pas op de plaats maakt en de wereldwijde groei herstelt, bieden aandelen uit opkomende landen het meeste opwaarts potentieel. Wel is ook het verwachte absolute rendement voor aandelen uit opkomende landen historisch gezien beperkt.

FIGUUR 5 MIDDELLANGETERMIJNVERWACHTINGEN (ULTIMO OKTOBER 2019)

Bron: Achmea IM

Beleggingscategorie	Negatief	Positief	Allocatie	MLT-visie	Toelichting
Aandelen Opkomende Markten	■ ■ ■ ■ ■		+	6,75%	Aantrekkelijke relatieve waardering, maar gevoelig voor handelsconflict
Emerging Market Debt LC	■ ■ ■ ■ ■		+	4,50%	Relatief aantrekkelijk, maar renteniveau is historisch laag
Aandelen Ontwikkelde Markten	■ ■ ■ ■ ■			2,50%	Laag verwacht rendement, vooral door dure Amerikaanse aandelen
Global High Yield	■ ■ ■ ■ ■		-	2,00%	Risico-opslag is in historisch perspectief beperkt
Emerging Market Debt HC	■ ■ ■ ■ ■			1,25%	De risico-opslag ligt op een gemiddeld niveau, maar landspecifieke risico's
Grondstoffen	■ ■ ■ ■ ■			1,75%	Beperkt verwacht rendement en volatiel op korte termijn
Kasgeld	■ ■ ■ ■ ■			-0,25%	Verwacht rendement op kasgeld negatief door ruim ECB-beleid
Staatsobligaties Niet-Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■			-0,25%	Negatief verwacht rendement door historisch lage renteniveaus
Investment Grade Credits	■ ■ ■ ■ ■			-0,50%	Negatief verwacht rendement door historisch laag absoluut renteniveau
Global ILB	■ ■ ■ ■ ■			-0,50%	Negatief verwacht rendement door negatieve reële rente
Staatsobligaties Kernlanden	■ ■ ■ ■ ■		-	-1,25%	Negatief verwacht rendement door historisch lage rente

Deze tabel bevat de middellangetermijnvisie voor de liquide beleggingscategorieën. De verwachte rendementen zijn gemiddelde rendementen per jaar en hebben betrekking op de komende vijf jaar. De verwachte rendementen zijn in euro's of afgedekt naar euro's (Aandelen Ontwikkelde Markten, GHY, EMD HC, Global ILB en Grondstoffen). De verwachte totaalrendementen zijn na kosten. De aantrekkelijkheid van de beleggingscategorieën komt tot stand op basis van zowel rendements- als risicoschattingen. Deze tabel is mede input voor het Strategisch Risico & Allocatie Management (SRAM) beleid van Achmea IM.

Outlook 2020: rugwind neemt af

“Voorspellen is moeilijk, vooral als het de toekomst betreft”, zo luidt een bekende wijsheid. Dit bleek ook in 2019 weer. Door de draai van de monetaire autoriteiten daalden renteniveaus naar nieuwe dieptepunten en waren de rendementen op risicovolle beleggingen hoog. Dit ondanks de economische afkoeling en risico's die boven de markt hingen. In deze special schetsen we een beeld voor 2020 en tekenen we het meest waarschijnlijke scenario uit. Nog lagere renteniveaus zijn onwaarschijnlijk waardoor de gunstige rugwind voor de meeste beleggingen volgend jaar zal afnemen.

Positieve rendementen in 2019

Vorig jaar wezen we op de wereldwijde economische afkoeling, de monetaire normalisatie en de diverse risico's¹. Hierdoor nam de tegenwind op de financiële markten toe en liep de volatiliteit op. Maar de draai in het monetaire beleid begin dit jaar, van normalisatie naar nieuwe rondes van stimulering, zorgde voor een kentering op de financiële markten. Renteniveaus gingen omlaag en risicovolle beleggingen stegen in waarde. Hierdoor is 2019 tot nu toe een positief beleggingsjaar. Dit houdt echter wel in dat de verwachte rendementen voor de middellange termijn verder zijn gedaald. In deze special kijken we vooruit naar belangrijke gebeurtenissen die de financiële markten in 2020 kunnen beïnvloeden en wat het meest waarschijnlijke scenario is. Dit neemt niet weg dat één specifieke gebeurtenis het hele plaatje kan doen veranderen. Een breed gespreide robuuste beleggingsportefeuille is daarom het verstandigste vertrekpunt.

Wel of geen recessie?

De wereldwijde economische groei zwakte af gedurende 2019, zoals toegelicht in *Beleggingsomgeving*. De vraag is of deze afkoeling doorzet en of de Verenigde Staten en de eurozone in een recessie zullen raken. Recessies zijn uitermate lastig te voorspellen omdat ze in het verleden vaak veroorzaakt werden door een externe schok. Gezien de diverse risico's die boven de markt hangen blijft dit een reëel gevaar. Kijkend naar de macro-economische indicatoren zien we een gemengd beeld. Sommige indicatoren duiden op een vergrote kans op een recessie. Bepaalde inkoopmanagersindices zijn gedaald tot onder de 50-puntengrens wat op economische krimp duidt. Ook de inverse (Amerikaanse) rentetermijnstructuur fungeerde in het verleden als een

kanarie in de kolenmijn voor een aanstaande recessie. Maar andere traditionele waarschuwingssignalen staan niet op rood. Een krap monetair beleid gaat normaliter vooraf aan een periode van economische krimp. Momenteel is hier geen sprake van. Sterker nog, de westerse centrale banken zijn opnieuw begonnen met het verlagen van de beleidsrente en het opkopen van effecten. Centrale banken doen er dan ook alles aan om de economische expansie te verlengen. Daarnaast roepen zij de hulp in van overheden voor begrotingsstimulansen. Positief is ook dat sommige leidende macro-economische indicatoren stabiliseren en consumentenbestedingen en bedrijfswinsten op peil blijven. Ook kan het wegebben van geopolitieke risico's leiden tot een impuls voor de economische groei. Samenvattend verwachten we dat de economische groei volgend jaar beperkt blijft, maar dat een forse recessie niet voor de hand ligt. Tenzij zich een externe schok voordoet, zoals een escalatie van het handelsconflict.

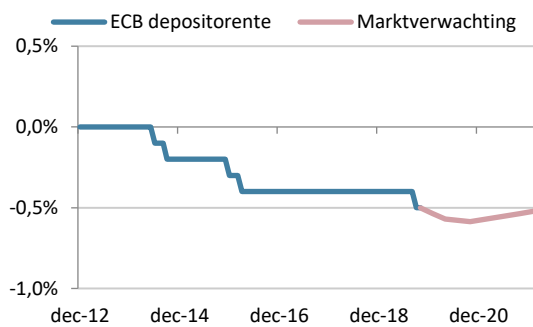
Nog meer monetaire verruiming?

2019 stond in het teken van de draai in het monetaire beleid. Zowel de Fed als de ECB verruimden dit jaar het monetaire beleid, terwijl in 2018 sprake was van enige normalisatie. De acties van de centrale banken zijn opmerkelijk. Er is wel sprake van economische neergang en de inflatie is gematigd, maar de inzet van het huidige instrumentarium lijkt meer iets voor in crisissituaties, vooral in de eurozone. Mede daarom neemt de kritiek op dit beleid toe. Of in 2020 een nog ruimer monetair beleid gevoerd wordt, zal afhangen van de macro-economische ontwikkeling. De Fed heeft aangegeven de beleidsrente voorlopig te handhaven, zolang de economische situatie niet substantieel verslechtert. Gezien de stabilisatie in de macro-economische cijfers, is dit het waarschijnlijkste scenario. Als er toch verslechtering optreedt, heeft de Fed ruimte om de beleidsrente nog verder te verlagen. De ECB zal onder Christine Lagarde het ingezette beleid continueren, maar de ruimte voor nieuwe maatregelen is beperkt. De weerstand tegen verdere verruiming binnen de ECB neemt toe en er is twijfel over de effectiviteit van de maatregelen. De ingezette acties, zoals het opkoopprogramma, zullen in 2020 uitgevoerd worden, maar veel nieuwe stimulansen liggen niet voor de hand. Marktparticipanten verwachten dat de depositorente de komende jaren licht onder het huidige niveau blijft liggen (zie figuur 6).

¹ Achmea IM Investment Letter, *Meer Tegenwind*, november 2018

FIGUUR 6 BELEIDSRENTE ECB BLIJFT LAAG

Bron: Bloomberg, Achmea IM



Een grotere rol voor begrotingsbeleid?

De ECB heeft regelmatig aangegeven dat er teveel geleund wordt op het monetaire beleid. Zowel Mario Draghi als Christine Lagarde roepen overheden op waar mogelijk begrotingsstimulansen in te zetten. Dit geldt vooral voor landen zoals Duitsland en Nederland. De solide financiële huishouding gecombineerd met de huidige lage renteniveaus, maakt het interessant voor overheden om in de economie te investeren. Vooral investeringen in infrastructuur, onderwijs en innovatie zijn gewenst. Lagarde riep recent Nederland nog op af te stappen van “chronische begrotingsoverschotten”. Nederland had in 2018 een begrotingsoverschot van 1,5% van het bruto binnenlands product (bbp). Er is dus ruimte, maar vanuit Nederlands perspectief is er niet direct aanleiding om meer uit te geven dan geraamd. Zeker omdat de Nederlandse economie nog goed draait, de werkloosheid laag is en al een investeringsfonds is aangekondigd. Veel landen hebben echter een minder gezonde financiële huishouding, zoals Frankrijk en Italië, waardoor de ruimte voor begrotingsprikkel beperkt is. De verwachte impact van begrotingsstimulansen op de economische groei zal volgend jaar daarom beperkt zijn. Toch zal de komende jaren het begrotingsbeleid belangrijker worden nu de ruimte voor verdere monetaire stimulansen gelimiteerd is. De centrale banken faciliteren de mogelijkheid voor een expansiever begrotingsbeleid door de lage renteniveaus en de opkoopprogramma's. Zolang de monetaire autoriteiten de rentes laag houden, zijn begrotingstekorten geen probleem. Dit zien we bijvoorbeeld terug in Italië en de Verenigde Staten.

Een definitieve brexit?

De brexit-soap duurt maar voort. De geplande brexit-datum werd dit jaar een aantal keren uitgesteld en nog steeds is er geen duidelijkheid. Het Britse volk en het parlement zijn sterk verdeeld, waardoor het lastig is om gezamenlijk overeenstemming te bereiken. Daarom moeten vervroegde verkiezingen de impasse doorbreken. Deze worden gehouden op 12 december. De verkiezingsuitslag is bepalend voor het verdere verloop waarbij in principe nog alle opties op tafel liggen. Als de *brexiteers* de verkiezingen winnen, zal het door Johnson voorgestelde brexit-akkoord de meeste kans maken. De kans op een *no deal*-brexit lijkt klein omdat veel brexit-voorstanders zich achter het akkoord van Johnson scharen. Als de *remainers* de verkiezingen winnen, staat de brexit op losse schroeven. Een verwaterd brexit-akkoord of helemaal geen brexit zijn dan mogelijke uitkomsten. Een verdeeld parlement zonder duidelijke meerderheid is de uitkomst die de meeste onzekerheid oplevert omdat de huidige impasse dan niet wordt doorbroken. De peilingen wijzen op een meerderheid voor de Conservatieven. Dit zou betekenen dat de Conservatieven de Johnson-deal zonder steun van de andere partijen kunnen doorvoeren. Maar in het verleden hebben we gezien dat peilingen er regelmatig naast zaten.

Een akkoord over het handelsconflict?

De voortgang van het handelsconflict blijft zeer onvoorspelbaar. Gedurende het jaar leidde het oploeiende conflict regelmatig tot volatiliteit op de financiële markten. Momenteel gloort enige hoop aan de horizon, want een voorlopig akkoord tussen de Verenigde Staten en China is in zicht. Mogelijk worden eerder ingevoerde handelstarieven teruggedraaid en gaat China meer Amerikaanse agrarische producten kopen. Voor de korte termijn is het akkoord positief. Het leidt tot minder onzekerheid en is gunstig voor de wereldwijde economische groei. In de vorige Investment Letter hebben we het handelsconflict aangemerkt als één van de actuele risico's en zijn beleidsopties voor dit risico in kaart gebracht². Ondanks dat de kans op escalatie op de korte termijn is afgenomen, blijft het een actueel risico omdat een aantal strategische punten niet zijn oplost.

² Achmea IM Investment Letter, *Nog Dieper*, september 2019

Een nieuwe Amerikaanse president?

Politieke ontwikkelingen in de Verenigde Staten zullen in 2020 een hoofdrol opeisen. Ten eerste speelt de afzettingsprocedure tegen president Trump. Trump wordt ervan beschuldigd de Oekraïense president onder druk gezet te hebben voor eigen politiek gewin. De kans dat Trump daadwerkelijk wordt afgezet, lijkt klein. Er is namelijk een tweederdemeerderheid nodig in de Senaat voor afzetting. Hier hebben de Republikeinen echter een meerderheid. Dit neemt niet weg dat het hele proces met een hoop spektakel gepaard zal gaan. Ten tweede zijn volgend jaar november presidentsverkiezingen. Trump zal gaan voor een tweede termijn, tenzij de afzettingsprocedure roet in het eten gooit. De presidentskandidaat aan Democratische zijde is nog niet bekend. De gematigde Joe Biden leek lang de hoogste ogen te gooien, maar kandidaten met extremere standpunten, zoals Elizabeth Warren, winnen terrein. De kans is aanwezig dat ook de Democraten met een onconventionele kandidaat de verkiezingen ingaan. Dit maakt de uitkomst van de verkiezingen en het toekomstig (economisch) beleid onvoorspelbaar.

Weer een positief beleggingsjaar?

We verwachten voor 2020 geen vergelijkbare hoge rendementen als dit jaar. De stimulansen die financiële markten in 2019 hoger zetten, zijn volgend jaar naar verwachting minder aanwezig. Er zullen minder nieuwe monetaire stimulansen zijn. Daarom verwachten we dat de ruimte voor verdere rentedalingen beperkt is. Voor verdere rentedalingen is een sterke terugval in de economie en een nieuwe ronde aan monetaire maatregelen nodig. Gezien de voorzichtig positieve macro-economische signalen verwachten we dat op de korte termijn niet. Wel zullen renteniveaus naar verwachting laag blijven in lijn met ons 3L-scenario. Ook de risicovolle beleggingen zullen de rugwind van de dalende rente missen. Daarnaast is het optimisme over afnemende risico's al in de koersen verwerkt en doemen weer nieuwe politieke risico's op, zoals de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Het potentiële herstel van de wereldwijde economie is wel gunstig voor de risicovollere beleggingen. Al met al verwachten we zeer gematigde rendementen in 2020. Dit is in lijn met onze middellangetermijnverwachtingen.

Colofon

Deze Investment Letter is een uitgave van Achmea Investment Management; opgesteld door het team Investment Strategy in november 2019. Dit team bestaat uit:

Wim Barentsen, Chief Strategist
Maurice Geraets, CFA, Senior Investment Strategist
Reinout van Tuyll, CFA, CAIA, Senior Investment Strategist

Alex van den Berg, RBA, Senior Investment Strategist
Coen van de Laar, RBA, Senior Investment Strategist

Meer weten? Neem dan contact op met uw account CIO of business development director:
Mark Bakker T. 06 101 851 94 / Jeroen Van Rumund T. 06 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (Achmea IM) geeft aan u ter uitvoering van haar vermogensbeheerdienstverlening bepaalde adviezen. De in dit document ingenomen informatie betreft een dergelijk advies.

Achmea IM heeft de in dit document opgenomen informatie met zorg samengesteld. Deze informatie wordt aan u ter beschikking gesteld in uw hoedanigheid van gekwalificeerde belegger en/of professionele belegger zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie.

De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.