

Investment Highlights ~ week 22

Datum: 03 juni 2019



Handelsconflict loopt verder op

De week stond vooral in het teken van het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China. Waar tot voor kort nog hoop was op een oplossing voor het conflict, lijkt deze nu verder weg dan ooit. Beide partijen willen van geen wijken weten. Met een hoop retoriek gooien Amerikanen olie op het vuur en dreigt China met een ban op de export van zeldzame aardmetalen, cruciaal voor diverse Amerikaanse sectoren. Trump zette ook de handelsrelatie met Mexico op scherp door importtarieven aan te kondigen, zolang Mexico niets doet om de illegale migratie vanuit Mexico naar de Verenigde Staten te stoppen. In combinatie met het verder afnemende economisch momentum in China, vooral in de maak-industrie, draaiden beleggers uit risicovolle beleggingen naar veilige havens. De meeste aandelenmarkten eindigden de week in de min. Staatsobligaties presteerden juist goed. De Duitse 10-jaarsrente daalde naar -0,2%, het laagste niveau ooit. Ook de Amerikaanse renteniveaus daalden over de hele linie. Omdat de langere rentes harder daalden dan de korte rentes resulteerde de meest inverse rentermijnstructuur sinds 2007. De kans dat de Amerikaanse centrale bank dit jaar de beleidsrente zal verlagen liep op tot bijna 95%. Desondanks oogt de Amerikaanse economie voorsnog robuust, in tegenstelling tot die van de eurozone. Wel stabiliseerden de vertrouwensindicatoren in de eurozone.

Belangrijkste Economische data week 22

- Robuust beeld Amerikaanse economie
- Kans op renteverlaging Fed fors toegenomen
- Economie eurozone onder druk

< Lees verder op pagina 2 >

Overig Nieuws week 22

- Oplossing handelsconflict ver weg

< Lees verder op pagina 3 >

Ontwikkelingen financiële markten week 22

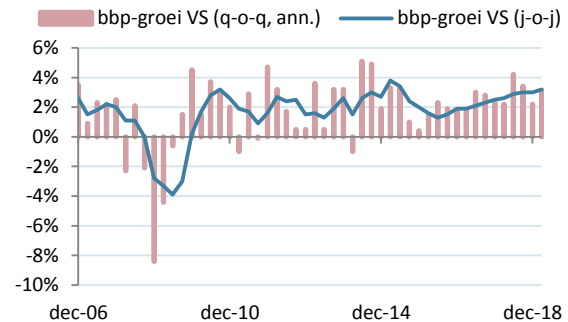
- Aandelen ontwikkelde markten in de min
- Duitse 10-jaarsrente naar dieptepunt
- Olieprijs onderuit, agrarische goederen in de lift

< Lees verder op pagina 4 >

Vooruitblik op week 23

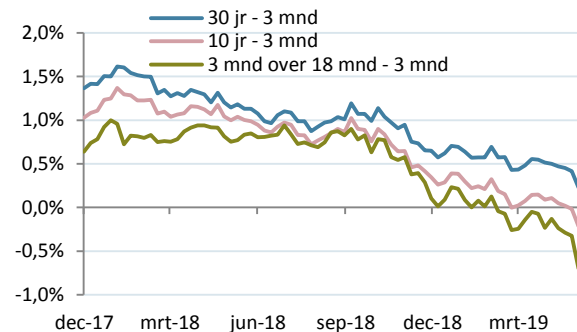
- Amerikaanse arbeidsmarktcijfers (oa. payrolls), inkoopmanagersindices, Duitse industriële productie
- ECB-vergadering, handelsperikelen

Grafiek 1 Robuuste groei Amerikaanse economie



Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management

Grafiek 2 Amerikaanse rentecurve invertteert verder



Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management

Tabel 1 Selectie economische cijfers week 22

	Act.	Exp.	Prev.
VS: BBP Q1 (k-o-k, ann.)	3,1%	3,0%	2,2%
VS: PCE deflator (j-o-j)	1,5%	1,6%	1,4%
VS: PCE core defl. (j-o-j)	1,6%	1,6%	1,5%
VS: personal income	0,5%	0,3%	0,1%
VS: personal spending	0,3%	0,2%	1,1%
VS: PMI Chicago	54,2	54,0	52,6
DE: CPI (j-o-j)	1,3%	1,4%	2,1%
DE: Unemployment rate	5,0%	4,9%	4,9%
JP: Unemployment rate	2,4%	2,4%	2,5%
CH: PMI non manufact.	54,3	54,3	54,3
CH: PMI manufacturing	49,4	49,9	50,1

Act. = Actual = meest recente cijfer, Exp. = Expectation = marktverwachting, Prev. = Previous = cijfer vorige periode
Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management



Robuust beeld Amerikaanse economie

"If we saw a downside risk to the outlook, then that would be a factor that could call for a more accommodative policy". Volgens Richard Clarida, vice-voorzitter van de Fed, is *"the US economy is in a very good place"*, maar zet hij de deuren wel open voor een renteverlaging.

Robuuste groei Amerikaanse economie

De Amerikaanse economie laat een robuust beeld zien. Weliswaar werd de groei over het eerste kwartaal licht bijgesteld van 3,2% naar 3,1% op jaarbasis, deze bijstelling was iets minder groot dan verwacht. De groei van de consumentenbestedingen, de belangrijkste component van de economie, werd juist naar boven bijgesteld, van 1,2% naar 1,3%. Wel is dit de laagste groei over het afgelopen jaar. Diverse indicatoren laten zien dat het vertrouwen van de consument nog steeds hoog is (zie grafiek 3). Dit komt mede door de gunstige ontwikkelingen van de werkgelegenheid. Dit uitte zich ook in een sterkere stijging dan verwacht van de inkomens (*personal income*) en uitgaven (*personal spending*). Het Amerikaanse handelstekort van goederen liep op naar \$72,1 miljard. Importen daalden met 2,7%, en de export met 4,2%. Het vertrouwen binnen het bedrijfsleven laat een wisselend beeld zien. Zo daalde de Dallas Fed Manufacturing outlook harder dan verwacht, liep de Richmond Fed manufacturing outlook minder hard op dan verwacht en liep de Chicago inkoopmanagersindex juist weer harder op dan werd verwacht.

Toegenomen kans verlaging beleidsrente Fed

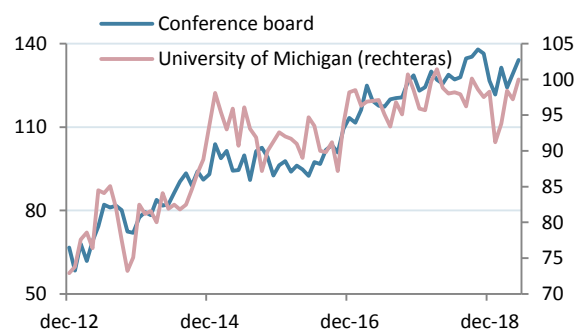
Sinds de twitterberichten van Trump op 5 mei, waarna het handelsconflict weer oplaaide, is de Amerikaanse 10-jaarsrente gedaald van 2,5% naar 2,12%, het laagste niveau sinds 2017. Bijna de helft van deze daling komt door een afname van de inflatieverwachtingen. Deze zijn sinds 5 mei gedaald van 1,91% naar 1,74%. Dit resulteerde in de meest inverse rentetermijnstructuur sinds 2007 (zie grafiek 2). Twee van de bij voorkeur door de Fed gehanteerde maatstaven, de 3-maandsrente minus de 10-jaarsrente en de 3-maandsrente over 18 maanden minus de huidige 3-maandsrente, daalden naar respectievelijk -20 bps. en -70 bps. De zorgen om een recessie nemen dan ook toe. De ingeprijsde kans op een verlaging van de beleidsrente dit jaar door de Fed liep op naar bijna 95%. De inflatieontwikkelingen vormen geen belemmeringen om de rente te verlagen. Zo steeg de prijsindex van de Personal Consumption Expenditures (PCE deflator) van 1,4% naar 1,5% en de prijsindex zonder de voedings- en energiecomponenten van 1,5% naar 1,6%. De inflatedruk blijft dus beperkt (zie grafiek 4).

Economie eurozone onder druk, vertrouwen stabiliseert

De eurozone-economie toont een minder florissant beeld. De economische groei over het eerste kwartaal in Italië werd bijgesteld van 0,2% naar 0,1%. Jaar-op-jaar kromp

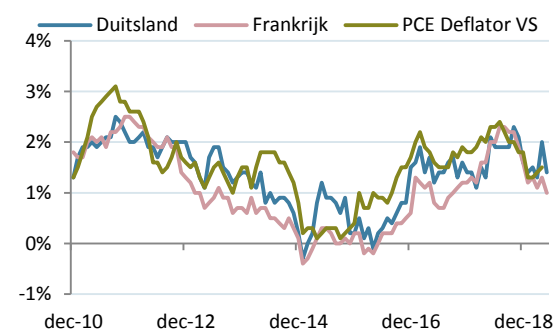
de Italiaanse economie hierdoor met 0,1%. In Duitsland daalde de detailhandelsverkoop in april onverwachts hard met 2% en liep de werkloosheid in mei onverwachts op naar 5%. De economische ontwikkelingen in Frankrijk vormden een uitzondering. Zo werd de jaar-op-jaar groei van de Franse economie bijgesteld van 1,1% naar 1,2%. Ook liepen de bestedingen van de Franse consument harder op dan verwacht. Een ander lichtpuntje was, na maanden van daling, de stijging van het vertrouwen in de eurozone-economie. In de eurozone is inflatie ver te zoeken. Zo daalden de voorlopige inflatiecijfers voor Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje harder dan verwacht naar respectievelijk 1,3%, 1,1%, 0,9% en 0,9% (zie grafiek 4).

Grafiek 3 Vertrouwen Amerikaanse consument hoog



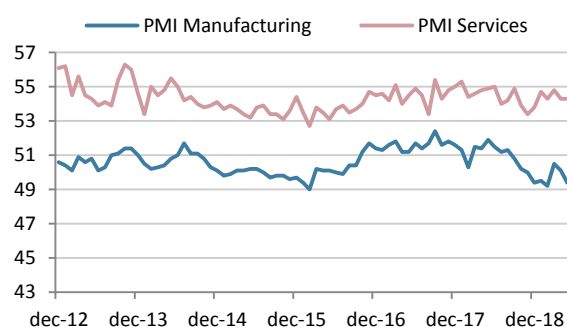
Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management

Grafiek 4 Inflatie is beperkt, vooral in de eurozone (CPI)



Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management

Grafiek 5 Vooruitzichten Chinese industrie nemen af



Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management



Oplissing handelsconflict ver weg

"I think they probably wish they made the deal that they had on the table before they tried to renegotiate it. They would like to make a deal. We're not ready to make a deal." Uit de woorden van Donald Trump blijkt dat een oplossing voor het handelsconflict nog ver weg is.

"We advise the U.S. side not to underestimate the Chinese side's ability to safeguard its development rights and interests. Don't say we didn't warn you!". Oorlogstaal vanuit het Chinese kamp.

Handelsconflicten breiden uit

Een oplossing voor het handelsconflict tussen de Verenigde Staten en China is verder weg dan ooit. De retoriek van president Trump, maar ook van vice-president Pence (*"can more than double tariffs on China if necessary"*) gooien olie op het vuur. Nu naast de verhoging van de importtarieven ook de Chinese technologiegigant Huawei op een zwarte lijst gezet is door de Amerikanen, waardoor dit bedrijf geen cruciale onderdelen uit de Verenigde Staten meer kan importeren, lijken ook de Chinezen de confrontatie op te zoeken. Ook de spanningen met Mexico liepen weer op. President Trump kondigde een 5% importtarief aan op goederen uit Mexico, die geleidelijk aan kan oplopen tot 25% in oktober. Reden hiervoor is dat Trump vindt dat Mexico de illegale migranten die via Mexico de Verenigde Staten binnenkomen moet tegenhouden. Ook de stroeve verhoudingen tussen de Verenigde Staten en Europa komen het sentiment niet ten goede. Ondanks het recente uitstel van de importtarieven op auto's hebben handelsgesprekken tussen de EU en de Verenigde Staten tot nog toe weinig opgeleverd. De workaround die een aantal Europese landen hebben opgezet om de Amerikaanse sancties tegen Iran te omzeilen, dragen ook niet bij aan de verstandhouding met de Amerikanen. De handelsgesprekken met Japan lijken wel constructief te verlopen. Hier klinken geluiden dat er aan het eind van het jaar een akkoord zou kunnen liggen.

"Don't say we didn't warn you"

De People's Daily, spreekbuis van de Chinese Communistische Partij, waarschuwt dat de Verenigde Staten het vermogen van China om terug te kunnen slaan niet moet onderschatten. Met de frase *"Don't say we didn't warn you"* klinkt zelfs ware oorlogstaal. Deze frase gebruikten de Chinezen namelijk twee keer eerder: net voor de grensoorlog met India en net voordat China de oorlog verklaarde aan Vietnam. Zo dreigt China ook met een zwarte lijst van buitenlandse bedrijven die de belangen van China schaden en met een ban op de export van zeldzame aardmetalen naar de Verenigde Staten. Deze metalen zijn cruciaal voor de productie van onder andere iPhones, elektrische voertuigen en geavanceerde precisiewapens. In de wetenschap dat China de afgelopen

jaren meer dan 80% van de wereldwijde productie van deze metalen voor haar rekening nam, wordt de grote afhankelijkheid van de Verenigde Staten van China's aardmetalen direct duidelijk. Het cynische is dat de Verenigde Staten nog niet zo lang geleden zelf veel van deze aardmetalen produceerden. Maar vanwege de vervuulende mijnbouw zijn geleidelijk aan vrijwel alle mijnen gesloten.

Verenigde Staten zien in China geen valutamanipulator

Twee keer per jaar publiceert het Amerikaanse ministerie van Financiën een rapport over de valutastrategieën van haar handelspartners. Als uit het rapport blijkt dat een land schuldig wordt bevonden aan valutamanipulatie dan volgt direct een bilateraal onderhandelingsproces en eventueel ook handelssancties. De voorwaarden om schuldig bevonden te worden aan valutamanipulatie zijn: een handelsoverschot van meer dan \$40 miljard met de Verenigde Staten, een overschot op de betalingsbalans van meer dan 3% van het bruto binnenlands product en systematische interventie op de valutamarkten om de koers van de munt te drukken. Alhoewel Trump China in het verleden meerdere keren van valutamanipulatie beschuldigd heeft, gaat voor China feitelijk alleen de eerste voorwaarde op. Minister van Financiën Steven Mnuchin ziet China dan ook niet als een valutamanipulator. Door dit stempeltje niet op China te plakken, is escalatie van het handelsconflict voorkomen. Wel maken de Amerikanen zich zorgen om de interventies van China op de valutamarkten en bekritisieren ze de onderwaardering van de Chinese munt ten opzichte van de Amerikaanse dollar. China blijft daarom wel op de *watch list* staan, net als Japan, Zuid-Korea en Duitsland. Ierland, Italië, Singapore, Maleisië en Vietnam werden toegevoegd aan de *watch list*, terwijl India en Zwitserland eraf werden gehaald.

Kopzorgen voor Chinese beleidsmakers

Het handelsconflict weegt zwaar op de Chinese economie. Vooral de vooruitzichten van de productiesector zijn tanende. De inkoopmanagersindex van de industrie (PMI Manufacturing) daalde harder dan verwacht, van 50,1 naar 49,4 (zie grafiek 5). Dit niveau duidt op krimp. Vooral de component van de nieuwe export orders daalde hard. De vooruitzichten van de dienstensector (PMI non-manufacturing) beleven onveranderd op 54,4, waardoor de PMI Composite index per saldo licht daalde naar 53,3. Alsof het handelsconflict en de afnemende economische vooruitzichten nog niet genoeg waren, moest de Chinese overheid vanwege ernstige kredietrisico's ook nog ingrijpen bij de Baoshang Bank. Het is voor het eerst in twintig jaar dat de Chinese overheid beslag legt op een Chinese bank.



Duitse kapitaalmarktrente op dieptepunt

Het verder oplopende handelsconflict leidde tot oplopende volatiliteit op de financiële markten. De meeste aandelenmarkten eindigden in de min. Staatsobligaties profiteerden van de onrust. Kapitaalmarktrentes daalden, de Duitse bereikte zelfs een nieuw historisch dieptepunt. De olieprijs daalde, terwijl de prijzen van agrarische goederen hard opliepen.

Aandelen opkomende markten ontspringen de dans

Wereldwijd daalden aandelen (all country) voor de vierde week op rij. Uitzondering hierop waren de aandelen uit de opkomende markten. Deze stegen met 1,6% in euro. Aandelen uit de ontwikkelde landen daalden met 2,2% in lokale valuta. Vooral Amerikaanse aandelen deden het met een daling van 2,6% relatief slecht.

Duitse 10-jaarsrente bereikt historisch dieptepunt

Door de onrust op de financiële markten waren veilige staatsobligaties in trek. In combinatie met de per saldo gematigde economische vooruitzichten en beperkte inflatie(verwachtingen) daalden zowel de Amerikaanse als de Duitse kapitaalmarktrentes. De Amerikaanse 10-jaarsrente daalde naar het laagste niveau sinds 2017 en de Duitse 10-jaarsrente bereikte zelfs een historisch dieptepunt. Ook de Nederlandse 10-jaarsrente dook voor het eerst sinds 2016 weer onder de 0%. Doordat de Italiaanse 10-jaarsrente juist opliep, steeg de risico-opslag op Italiaanse staatsobligaties naar het hoogste niveau sinds eind vorig jaar (zie grafiek 7). De oorzaak hiervan was dat de Europese Commissie Italië dreigt met een boete van €3,5 miljard vanwege de oplopende schuld-niveaus en tekorten, wat in strijd is met de EU-regels.

Kredietopslagen lopen op

De kredietopslagen liepen de afgelopen week over de volle breedte op. Mede omdat de risicovrije rentes daalden wisten euro investment grade credits (+0,2%) en EMD HC (+0,1%) toch nog in de plus te eindigen. High yield sloot de week wel af in de min (-0,5%). Het rendement van EMD LC in euro eindigde het meest in de plus (+1,2), mede door de appreciatie van de opkomendelandenvaluta's ten opzichte van de euro.

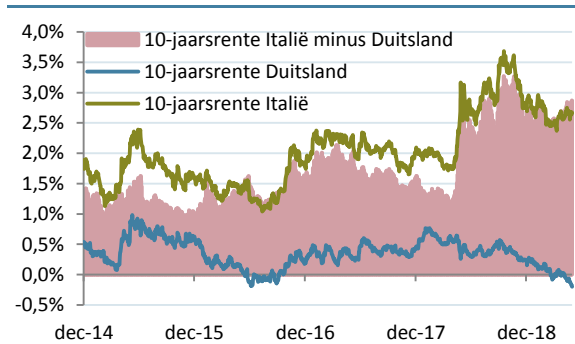
Olieprijs onderuit, prijzen agrarische goederen in de lift

Grondstoffen hadden per saldo een slechte week, de GSCI verloor 4,5%. Dit kwam vooral door een forse daling van de olieprijs (zie grafiek 8). De prijs van een vat Brent olie daalde met 10%, van \$69 naar \$62. De prijzen van basismetalen gingen ook omlaag, maar aanzienlijk minder dan die van energie. Edelmetalen eindigden wel in de plus. Maar vooral de prijzen van agrarische goederen stegen sterk. Droogte in onder andere Australië en Rusland en hevige regenval in Oost-Europa en de Verenigde Staten verstoren de oogst van onder andere tarwe en mais. Zo steeg de prijs van mais afgelopen week met bijna 6% (zie grafiek 8).

Weinig beweging op de valutamarkten

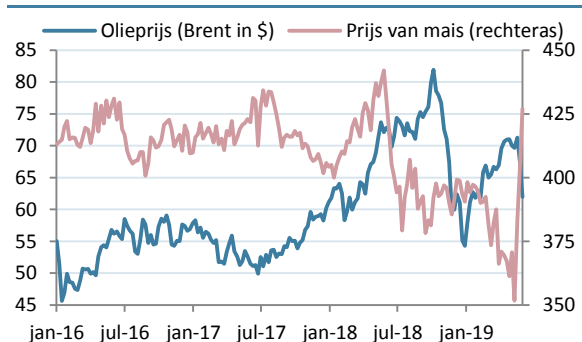
De bewegingen van de grote valutablokken waren redelijk beperkt. Vooral de Japanse yen profiteerde van de vraag naar veilige beleggingen. Deze steeg met 0,8% ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Deze apprecieerde op zijn beurt met 0,4% ten opzichte van de euro. De eurodollar noteerde aan het eind van de week een koers van 1,116. De bewegingen van de opkomendelandenvaluta's waren aanzienlijk groter. Zo stegen bijvoorbeeld de Turkse lira met 3,8% en de Braziliaanse real met 2,5% ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Grote daler was de Mexicaanse peso. Door de dreiging van handelstarieven daalde deze munt met ruim 3% ten opzichte van de Amerikaanse dollar (zie grafiek 8).

Grafiek 6 Risico-opslag Italië loopt op



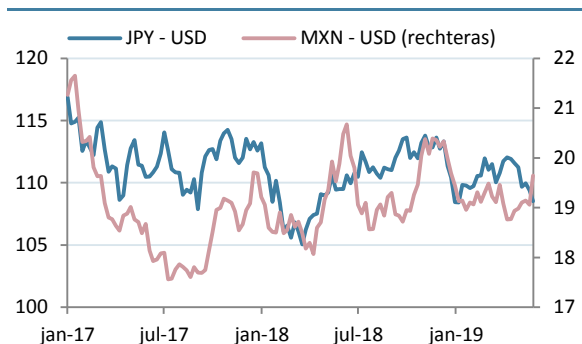
Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management

Grafiek 7 Sterke daling olieprijs, prijs van mais in de lift



Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management

Grafiek 8 Japanse yen stijgt, Mexicaanse peso daalt



Bron: Bloomberg, Achmea Investment Management



Achmea IM - Investment Strategy

Postadres

Postbus 866
3700 AW Zeist

Bezoekadres

Handelsweg 2
3707 NH Zeist

www.achmeainvestmentmanagement.nl

Chief Strategist - Wim Barentsen



willem.barentsen@achmea.nl

Auteurs:

Alex van den Berg - Senior Strategist



alex.van.den.berg@achmea.nl

Maurice Geraets - Senior Strategist



maurice.geraets@achmea.nl

Coen van de Laar - Senior Strategist



coen.van.de.laar@achmea.nl

Reinout van Tuyll - Senior Strategist



reinout.van.tuyll@achmea.nl

De auteurs van de Achmea Investment Highlights rouleren wekelijks over de afdeling Investment Strategy. De auteur van deze week:

Alex van den Berg

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("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.