



Door Jolanda de Groot

**Zoals u van ons gewend bent, stelde Financial Investigator een 16-tal vermogensbeheerders een aantal vragen over het komende jaar. Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019? Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers? En hoe kijken vermogensbeheerders naar de relatieve aantrekkelijkheid van de diverse beleggingscategorieën en risico's?**

De economie had vorig jaar de wind in de zeilen. De financiële crisis lag definitief achter ons, politieke risico's waren (tijdelijk) weggeëbd en het positieve sentiment was weer terug. Er werd van uitgegaan dat deze trend zou doorzetten in 2018. De groei werd breed gedragen en vertrouwenscijfers stonden op recordniveaus. De verwachting was dat de wereldwijde economische groei dit jaar zou uitkomen tussen de 3,5% en 4,5%. De Amerikaanse economie zou met zo'n 2% groeien en voor de eurozone werd een nog iets hoger percentage verwacht. De inflatie zou voorlopig laag blijven en daarom zou de ECB een ruim monetair beleid blijven voeren.

De grote vraag van vorig jaar was of de aantrekkende groei en de verbeterende economische omstandigheden zich zouden vertalen in een cyclus die zichzelf in stand zou houden wanneer de centrale banken de liquiditeit die zij sinds 2009 in de werelddeconomie hebben gepompt, geleidelijk zouden gaan afbouwen.

Het naderende einde van het QE-tijdperk introduceerde een noodzakelijke perspectiefwisseling voor beleggers in een omgeving waar waarderingen van bijna alle beleggingscategorieën historisch hoog waren. De verwachting was dat er gematigde rendementen voor vastrentende waarden te behalen zouden zijn. Binnen vastrentende waarden zouden vooral de alternatieve en illiquide beleggingen zoals ABS en Nederlandse hypotheekleningen interessant zijn, maar ook bedrijfsobligaties en schuld papier uit opkomende landen.

Relatief gezien zouden aandelen een aantrekkelijke optie blijven, mede omdat deze een gematigde schok in de kapitaalmarktrente in eerste instantie zouden kunnen opvangen. Europese aandelen zouden door het economische momentum en het gunstige financiële klimaat vermoedelijk goed presteren en Japanse aandelen waren relatief aantrekkelijk gewaardeerd. Kansen lagen ook in aandelen van de opkomende markten, die met bijna 5% zouden kunnen groeien.

De grootste risico's waren vorig jaar politiek en monetair van aard. De eurozone bleef kwetsbaar voor politieke strubbelingen en de Italiaanse verkiezingen zouden potentieel tot onrust kunnen leiden. Daarnaast zou een hoger dan verwachte inflatie kunnen resulteren in een sneller dan verwachte normalisatie van het monetaire beleid. Ook China was een aandachtspunt, vooral het systeem van schaduwbanken, de slechte interbancaire leningen en de hoge binnenlandse schuldenniveaus.

# VOORUITZICHTEN VOOR 2019



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Wij voorzien tragere groei, maar geen recessie, ook niet in 2020. De groei van de wereldeconomie is recentelijk vertraagd door zwakkere wereldhandel. De oorzaak daarvan lag in China. Daar hebben opkomende landen en Europa het meeste last van gehad. Groeiverwachtingen voor die regio's hebben we naar beneden bijgesteld. Omdat de Chinese overheid aan het stimuleren is om groei te stutten, is het ergste achter de rug. Wel zal in de tweede helft van 2019 de groei in de VS behoorlijk vertragen, als het bestedingseffect eruit loopt. Een wereldwijde recessie zal er echter niet komen. Recessies worden veroorzaakt door schokken of door monetair beleid dat inflatie wil beteugelen. Dat laatste zien wij niet gebeuren. De Federal Reserve zal eerder in 2019 een pauze inlassen.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Het is wel duidelijk dat het beleggingsklimaat zal omslaan in 2019. Beleggers zullen hun portefeuilles moeten aanpassen aan de veranderende omstandigheden. Rendementen zijn lang goed geweest, maar vooruitkijkend verwachten wij meer bescheiden rendementen. De lagere groei zal leiden tot lagere winstgroei, wat belangrijk is voor aandelenmarkten. Aan de obligatiekant worden rendementen voornamelijk bepaald door rentestanden die maar weinig zullen stijgen. Het risico op financiële markten, gemeten naar marktvolatiliteit, zal hoogstwaarschijnlijk toenemen, omdat er nog veel politieke risico's spelen. Wij adviseren een brede diversificatie in beleggingsportefeuilles die aandelen bevoordelen ten opzichte van obligaties en die thematische elementen bevatten voor blootstelling aan groei. Wij zetten wat betreft dat laatste in op bedrijven die kunstmatige intelligentie en duurzame groei prominent in hun bedrijfsstrategie opnemen.



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Wereldwijd is de economische groei over het hoogtepunt heen. In de Verenigde Staten loopt het gunstige effect van de fiscale en begrotingsstimulansen op de groei in 2019 ten einde. Daarnaast wordt de normalisatie van het monetaire beleid in sommige sectoren voelbaar. Ook in de eurozone en in China zwakt de economische groei af. De inflatie is vooralsnog gematigd, al neemt de loondruk in de Verenigde Staten toe. De Fed gaat voorlopig door met de normalisatie van het monetaire beleid. Wanneer de conjunctuur te veel afzwakt, zal de Fed een pas op de plaats maken. De ECB stopt met ingang van 2019 het obligatie-opkoopprogramma, maar zal zeer terughoudend zijn met de verdere normalisatie van het monetaire beleid gezien de risico's in de eurozone.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De belangrijkste thema's in 2019 zijn de afzwakkende wereldwijde economische groei, de verdere normalisatie van het centralebankbeleid en de diverse politieke risico's (onder andere handelsconflict, Italië en Brexit). Dit leidt tot een uitdagende beleggingsomgeving. De marktvolatiliteit zal hoog blijven. Per saldo bevinden we ons nog steeds in een laagrendementsomgeving. De renteniveaus in de eurozone zijn gemiddeld genomen laag, waardoor de verwachte rendementen voor de meeste vastrentende categorieën beperkt zijn. Aandelenmarkten ondervinden mogelijk hinder van de afzwakkende economische groei. Daarnaast verwachten we dat de winstgroei afneemt. Vanuit waarderingsoogpunt zijn de hoogste rendementen in de opkomende landen te behalen.

Jordy Hermans

Portfolio Manager bij Aegon Asset Management



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> De afgelopen jaren herstelde de economie van de crisis en profiteerden we van een bovengemiddelde economische groei. Dit jaar was dat niet anders: de groei van de economische activiteit blijft sterk, maar de verschillen tussen verschillende regio's zijn wel toegenomen. Momenteel zitten we in een periode van verdere acceleratie van de economie in de Verenigde Staten – van een niveau dat al hoog was – aangejaagd door het fiscale plan, terwijl de groei in het Verenigd Koninkrijk vertraagt door de Brexit-onzekerheid. Als we vooruitkijken, dan verwachten we dat de groei langzaam zal afnemen in de komende jaren. De sterke groei van de afgelopen jaren begint op verschillende vlakken tot capaciteitsproblemen te leiden. Een goed voorbeeld hiervan is de krapte op de arbeidsmarkt. De afgelopen jaren zijn er veel banen toegevoegd. Bedrijven in de Verenigde Staten, Duitsland en Nederland hebben steeds meer moeite om geschikt personeel te vinden. Daarnaast zullen volgend jaar de tijdelijke positieve effecten van het belastingplan in de Verenigde Staten vervallen. Deze factoren zetten een rem op de potentiële economische groei.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Op basis van onze economische uitzichten zien we vooral kansen voor alternatieve beleggingscategorieën. Een goed voorbeeld zijn ABS-beleggingen, die een lage rentegevoeligheid hebben, maar wel een aantrekkelijke kredietopslag bieden. Ook beleggingen met een illiquiditeitspremie, zoals bijvoorbeeld Nederlandse hypotheeklen, komen goed uit onze analyses. Voor 2019 zijn er logischerwijs ook bedreigingen voor beleggers. Zo kan de situatie in Italië snel uit de hand lopen en kan de Brexit zorgen voor negatieve rendementen. Door de snel veranderende omstandigheden, denken we dat de komende jaren veel waarde kan worden toegevoegd door actieve beleggers die snel kunnen inspelen op kansen en bedreigingen. Goed gespreide multi-asset fondsen kunnen daarom een interessante belegging zijn.

Neil Dwane

Global Strategist bij Allianz Global Investors



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Wij verwachten wereldwijd een voortzetting van de matige economische prestaties. De groei in de VS zal vertragen tot 2% of minder, omdat er weinig groeiversnellers overblijven: het verdeelde Huis van Afgevaardigden maakt extra belastingdouceurtjes onwaarschijnlijk en de Fed verhoogt de rente geleidelijk.

China zal zijn schulden verder afbouwen. Azië krijgt dus te maken met zowel een dalende economische groei bij zijn grootste handelspartners als met spanningen over handel en tarieven. Europa en het VK kunnen zwaar worden getroffen door Brexit-onzekerheid en toenemende politieke problemen in Duitsland en Italië. Dit kan het optimisme van bedrijven ondermijnen. We zitten in een laatcyclische periode van langzame groei. De rentes stijgen, het soepele monetaire beleid wordt strikter en de vrees voor inflatie neemt toe nu de arbeidsmarkten zich herstellen.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De instroom en het momentum van de FANG (Facebook, Amazon, Netflix en Google) en de BAT's (Baidu, Alibaba en Tencent) hebben veel ondergewaardeerde aandelen opgeleverd die goede groeivoorzichten bieden. China en Azië zijn in 2018 onterecht zwak geweest en bieden ook kansen. We denken aantrekkelijke rendementen te vinden bij bijvoorbeeld Amerikaanse obligaties met een korte looptijd en bij bepaalde high yield obligaties. Europese aandelen met hoge en duurzame dividenden vinden we ook aantrekkelijk.

Bedreigingen zien we onder meer in de handel- en tarievenoorlog en in de oneerlijke acquisitie van Amerikaanse technologie door China. Dit kan tot een koude tech-oorlog leiden, die toeleveringsketens verstoort, de marges verlaagt en innovatie belemmert. Ook zou de Fed te agressief kunnen worden met alle gevolgen van dien!



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> De Amerikaanse economie profiteert nog steeds van de belastingverlagingen en fiscale stimuleringsmaatregelen. Gezien de consensusvoorspellingen voor de bbp-groei van 2,6% in 2019 en 1,9% in 2020, verwachten economen duidelijk geen terugval. De economie draait op een gezond tempo en de inflatie is beperkt (waardoor de Fed de rente slechts op een gematigd tempo hoeft te verhogen), dus een recessie lijkt redelijk ver weg.

In andere ontwikkelde economieën lijkt een recessie nog onwaarschijnlijker. Het herstel van de eurozone verloopt geleidelijk en de bbp-groei ligt nog steeds onder het niveau van voor de financiële crisis. De inflatie blijft ruim onder de doelstelling van de ECB en de economie heeft nog steeds reservecapaciteit.

De Chinese bbp-groei kan vertragen in de richting van 6%, maar draagt nog steeds bij aan de wereldgroei, vooral in opkomend Azië.

#### Wat zijn de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

We kiezen voor een onderweging in vastrentende waarden. Onze focus ligt op de eurozone, waar de ECB net als de Fed het beleid kan verkrappen, omdat de economie niet langer steun behoeft. We kiezen ook voor een onderweging in hoogrentende schulden, vooral in de VS. In Europa ziet de cyclus er vriendelijker uit.

Voor de opkomende markten kunnen een opnieuw sterkere dollar en handelsconflicten leiden tot volatiliteit en de prestaties ondermijnen, maar positieve, macro-economische vooruitzichten rechtvaardigen een optimistische houding.

Voor alle activa verwachten we dat we in 2019 een nieuw regime gaan zien en dat het een jaar wordt voor beleggers met oog voor de krenten in de pap en voor kansen om alpha te genereren.



#### What is the economic outlook for 2019?

> While we still believe in the thesis that the global economic upturn remains intact, and that US growth is solid, conditions are unmistakably changing. Growth looks set to moderate in 2019 and beyond as more economies run up against capacity constraints; central banks tighten monetary policy; the US fiscal boost gradually fades; and China continues to rebalance the economy towards a lower, more sustainable growth path. However, as the macroeconomic environment becomes more challenging, the risks of recessionary tendencies are increasing. The expansion might not be over yet, but it can get rough out there in 2019!

#### What are the biggest opportunities and threats for investors?

Rising US protectionism is the clearest menace to the global outlook, in our view. We see increasing US actions against China and other countries sparking bouts of volatility but not derailing the global economy. Yet, any escalation into a more deep rooted trade war could substantially lower growth prospects globally. If these developments are not addressed properly, they pose significant threats to overall portfolio performance of investors.

On the plus side, we remain structurally positive on Emerging Markets overall. We expect the improvements in EM balance sheets and macro policies over the past decade to continue to support both EM earnings growth and the financial strength of EM sovereign and corporate bond issuers. We are, however, also aware of the risks and advise investors to remain vigilant and selective when it comes to their EM exposure.

Tonko Gast

Founder and CEO of Dynamic Credit



#### What is the economic outlook for 2019?

> European economies are entering a prolonged late stage of the economic cycle. At the same time, monetary policy tightening is likely to add some upward pressure on rates. Interest rates are relatively low for the stage of the cycle, but we expect them to increase moderately throughout the year. Credit performance for households is likely to remain strong, while the market risk for corporate credit is likely to increase as investors re-assess their preferred risk profiles for the coming phase.

We are also at the end of close to 30 years of US lead push towards globalization culminating in now increasing protectionism and nationalism around the world. We are looking at more political volatility and a reset of the basic global economic foundation and there is uncertainty of what comes next.

#### What are the biggest opportunities and threats for investors?

Opportunities:

- Direct loan exposure like mortgages, buy-to-let and SMEs still provide an opportunity compared to other fixed income products. These exposures have become investable institutionally.
- Within Asset Backed Securities we see opportunities on the short-end of the credit curve and the floating rate feature of ABS generates upside in an increasing rate scenario.

Threats:

- Ongoing uncertainty around Brexit and Italy has continued impact well before the negative scenarios play out.
- Trade war between US/China is likely to change trading relationships.
- Over-shooting of monetary tightening.

Tommy Garvey

Lid van het asset allocatie team van GMO



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Er liggen ongetwijfeld grote macro-economische ontwikkelingen aan de horizon. De geschiedenis leert ons echter dat het correct voorspellen van deze ontwikkelingen extreem lastig is. Minstens zo belangrijk is dat financiële markten bovendien vaak onvoorspelbaar op deze ontwikkelingen reageren. Wij beleggen daarom op basis van waarderingen, wat op de lange termijn een betrouwbare en robuuste methode is gebleken.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

De grootste bedreiging voor beleggers bestaat momenteel uit de torenhoge waarderingen van vrijwel alle beleggingscategorieën. De grootste kans bieden de extreme onderlinge verschillen in waardering tussen een aantal van deze beleggingsklassen. Aandelen in opkomende markten, en dan met name value-aandelen, zijn significant aantrekkelijker geprijsd dan Amerikaanse aandelen, die op hun beurt juist extreem duur zijn. In onze benchmark-free asset allocatie portfolio's beleggen we ook veel in verschillende alternatieve strategieën. Die zijn relatief minder gevoelig voor renteveranderingen én voor de hoge waarderingen van traditionele beleggingen. Deze strategieën bieden daarnaast de mogelijkheid om met long/short trades te profiteren van waarderingsverschillen. Rentestanden in de Verenigde Staten zijn nu uitnodigender dan een jaar of twee geleden, maar in de rest van de wereld blijven ze onaantrekkelijk.

In de huidige omstandigheden van aanzienlijke risico's met beperkte kansen, kiezen wij ervoor een aanzienlijke cashreserve aan te houden. Dat is droog kruis dat kan worden ingezet zodra de markt weer aantrekkelijker geprijsd is.





### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> De potentiële economische groei in de ontwikkelde markten is de afgelopen jaren flink afgenomen omdat de twee belangrijkste factoren achter die groei, namelijk bevolkings- en productiviteitsgroei, slechts beperkt zijn. Zowel in de VS als Europa draaien we nu al een poosje boven deze potentiële groei en lopen we tegen capaciteitsgrenzen aan. In onze ogen zal daarom in 2019 de economische groei afzwakken, maar we verwachten geen krimp.

In lijn met lagere economische groei zullen winsten ook veel minder sterk stijgen dan afgelopen jaar. Wij verwachten wereldwijd een winstgroei van beursgenoteerde ondernemingen van 6% in 2019 tegen naar verwachting 15% voor 2018. Door de koersdalingen van oktober zijn waarderingen genormaliseerd en intussen aangepast aan de geleidelijke stijging van obligatierentes die we door de afbouw van het stimulerende monetaire beleid verwachten. Al met al zien we voor 2019 slechts ruimte voor beperkte koersstijging, misschien 3 procent. Gecombineerd met een dividendrendement van ruim 2,5 procent voor wereldwijde aandelen levert dit een totaalrendement op van ongeveer 6 procent.

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Bedreigingen zijn er genoeg. Wanneer de economische groei daalt, wordt deze gevoeliger voor tegenslagen. In onze ogen is een sterke daling van vertrouwenscijfers, als voorbode van nog minder dan verwachte economische groei, het grootste risico.

We zien volgend jaar kansen in afgestrafte opkomende markten, de terugkeer van waarde aandelen en zeker ook in de volatiliteit. De minder vriendelijke omgeving voor aandelenbeleggingen zal in onze ogen namelijk tot flinke bewegingen op de beurs leiden, waarbij periodes van optimisme en pessimisme elkaar afwisselen. Met actieve asset-allocation, waarbij we vooral tegen het sentiment in zullen handelen, verwachten we in 2019 goed waarde te kunnen toevoegen.



### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Het belangrijkste thema is of de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) de rente zal verhogen in het verwachte tempo. Veel van wat er zal gebeuren op de obligatiemarkten en in de economie zal beïnvloed worden door de acties van de Fed. Wij zijn echter van mening dat de Fed, gezien hun voorzichtigheid in het verleden, een meer verruimingsgezinde houding zal aannemen. De dreiging van een escalerende handelsoorlog en de algemene vooruitzichten voor een vertraging van de wereldwijde groei, zijn twee factoren die een onderbreking van de rentestijging noodzakelijk zouden kunnen maken. Dat de hogere rente aanhoudt, zou een tweede thema kunnen zijn. De volatiliteit van aandelen deze herfst zorgt niet voor een wezenlijk lagere obligatierente (dat wil zeggen hogere obligatiekoers).

### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Wij kijken verder dan de VS voor de aantrekkelijkste kansen, namelijk in zwakker wordende economieën waar de centrale bank de rente waarschijnlijk stabiel zal houden of verlagen. Australië en Nieuw-Zeeland zijn twee voorbeelden daarvan. Nu de Fed voorloopt op andere centrale banken in ontwikkelde markten, lijkt het riskant om zeer langlopende Amerikaanse obligaties te hebben. Aan de kredietkant denken we dat semi-sovereign of structureel bevoordeelde sectoren, zoals banken en infrastructuur waar regelgeving een hoge drempel vormt voor toetreding, een aantrekkelijke inkomstenbron zijn. De combinatie van een agressiever beleid van de Fed met oplopende creditspreads vormt het grootste risico voor de markt. Factoren die kunnen bijdragen aan een dergelijk scenario zijn een onverwachte versnelling van de inflatie, handelsconflicten die nadelig zijn voor marges en een langere kredietcyclus.

Joost van Leenders

Beleggingsstrategie bij Kempen



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> De financiële crisis ligt alweer ruim tien jaar achter ons en sindsdien heeft de wereldeconomie een gestaag herstel laten zien. De omvang van de economieën in de VS, China, Japan, Duitsland en ook Nederland is ruimschoots groter dan voor de financiële crisis. Aandelenmarkten hebben sterk geprofiteerd van het herstel, maar ook van het extreem ruime monetaire beleid. Langzaam gaan we nu naar het einde van de cyclus. De krapte op arbeidsmarkten neemt toe en er ontstaat opwaartse druk op de lonen. Centrale banken bouwen het stimulerende beleid langzaam af. Daarbij loopt de Amerikaanse Federal Reserve voorop. De combinatie van renteverhogingen en het afbouwen van de balans begint verkrappend te werken. De Amerikaanse economie draait nog goed, maar door minder stimulerend monetair en fiscaal beleid, een duurdere dollar en hogere invoertarieven, verwachten we voor 2019 een groeivertraging. In de eurozone tempert de groei richting trend.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Een minder gunstige verhouding tussen groei (lager) en inflatie (hoger) maakt het beleggingsklimaat minder gunstig. Staatsobligaties krijgen te maken met hogere rentes, net zoals bedrijfsobligaties. Bovendien kunnen risicopremies verder gaan oplopen. Voor aandelen zal de ontwikkeling van winstmarges van belang zijn en kunnen waarderingen onder druk komen te staan door hogere rentes. Dit alles pleit voor een defensiever beleggingsbeleid. Maar we vinden het te vroeg om echt defensief te worden. Dat zou een draai betekenen naar obligaties die naar onze mening een te laag rendement opleveren. In ons tactische beleid hebben aandelen dan ook nog onze voorkeur. We voorzien weliswaar lagere winstgroei, vooral in de VS, maar nog wel groei. Daarnaast denken we dat beleggers meer rekening moeten houden met inflatie. Inflatiebestendige en laat-cyclische beleggingen, zoals vastgoed en grondstoffen, hebben daarom ook onze voorkeur.

Valentijn van Nieuwenhuijzen

CIO bij NN Investment Partners



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> De groeivoorzichten voor 2019 blijven gezond. We verwachten geen versnelling, eerder een zijwaartse of neerwaartse beweging van de economie. Belangrijk daarbij is dat tussen de grootste economieën in de wereld geleidelijke convergentie in groeitempo zal plaatsvinden, waarbij Europa, Japan en China wat zullen aantrekken na een zwakkere groeiperiode in 2018 en de VS wat zal terugvallen als het effect van de belastingverlagingen begint uit te werken. Het grote vertrouwen bij consumenten en het bedrijfsleven plus de doorgaande werkgelegenheids-groei bieden stevige onderbouwing voor deze groeivisie. Vooral omdat we verwachten dat echte knelpunten in de arbeidsmarkt of productieketen nog niet voor grote loon- of prijsdruk zullen gaan zorgen buiten de VS. In Amerika zijn die risico's iets groter, maar we verwachten geen duurzame inflatiedruk volgend jaar. Als we daar verrast zouden worden dan verwachten we dat de Fed alert zal zijn in de bijstelling van het beleid. Natuurlijk blijven handelsbeleid tussen de VS en China en de politieke spanning tussen de Europese commissie en de regeringen van Engeland en Italië risicofactoren, maar niet meer dan dat en geen reden om een structurele ontregeling van de wereldeconomie te verwachten.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

We verwachten dat rentes geleidelijk verder oplopen volgend jaar en zien daarom vooral kansen in asset classes met lage rentegevoeligheid. Voorbeelden hiervan zijn obligaties van opkomende landen (EMD) met korte looptijd, converteerbare obligaties, maar ook aandelen van bedrijven uit de financiële sector of uit Europa en Japan. Verder zien we dat duurzaam beleggen of investeren in meer flexibele absolute return strategieën (met een lage correlatie van de obligatie- of aandelenmarkten) voor aantrekkelijk rendement in 2019 kunnen zorgen.



#### What is the economic outlook for 2019?

> Looking at the next 6-12 months, the key question for markets is whether we see the rest of the world catching up to the US or the US decelerating to align with the rest of the world. Catch up would lead to 'risk-on' 2017 déjà-vu, whereas US deceleration implies a risk-off environment. We stick to our view that deceleration is more likely. The drivers behind US strength are mostly temporary (tax cuts, jobs act, bipartisan budget act and higher oil prices), and are likely to fade in 2019. China's headwinds, on the other hand, seem more structural in nature and, therefore, persistent. Lastly, financial risks are rising as we speak, and in the current late-cycle environment, causality can easily change, implying the market place becomes the biggest risk for the economy.

#### What are the biggest opportunities and threats for investors?

Risk assets should remain under pressure in H1 2019, while the second half might offer some relief for investors as bad news becomes good news: the tailwinds for the US economy should fade as external risks build, allowing the Fed to put tightening on hold. We expect developed markets and defensive sectors to outperform within equities in an environment of continued US Dollar strength and negative earnings revisions. Safe havens and high-rated bonds should increasingly be sought after as the big top is getting closer. Sell-offs in core bonds like the one we saw in September should be viewed as buying opportunities.



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Het jaar 2019 wordt naar mijn idee het jaar van de pas op de plaats. De economische groei wereldwijd is aan het pieken. Vooral de groei in Amerika, die lang de kar heeft getrokken, zal afzwakken. Deze afzwakking zal repercussies hebben voor de winstontwikkeling, die veel minder uitbundig zal zijn dan in de afgelopen jaren. De Fed zal naar mijn idee volgend jaar een draai maken en sneller dan nu wordt verwacht, stoppen met verhogen. Deze 'Powell put' zal echter een lagere 'strike' hebben dan de huidige (Amerikaanse) aandelenkoersen. De draai in beleid door de Fed zal met name de geplaagde opkomende markten goed doen en ook de dollar doen verzwakken. Tot die tijd is een behouden positionering echter troef. De ECB zal overigens geheel niet aan verhogen toekomen volgend jaar. Op korte termijn speelt hier de Brexit, maar belangrijker is het relatief zwakke bankwezen, dat nog altijd te kampen heeft met non-performing loans (NPL's) en ook nog altijd niet sterk genoeg is gekapitaliseerd.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

Het jaar zal bewegelijk zijn. Ik zou vanuit een defensieve uitgangssituatie bij significante (verdere) daling vooral het accent in opkomende markten aanzetten. Ik verwacht dat China nu écht werk gaat maken van fiscale stimulus. Zeker zodra dit gepaard zal gaan met een draaiende Fed, zullen opkomende markten profiteren. Tot die tijd adviseer ik echter defensieve accenten, bijvoorbeeld in de basisgoederensector, die minder gevoelig is voor winstschommelingen.



Han Dieperink

CIO bij Rabobank Groep



#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Volgens het IMF zal de wereldeconomie volgend jaar met 3,7% groeien. Dat is boven de langetermijntrend en de risico's lijken daarmee aan de onderkant te liggen. Een recessie op korte termijn is even onwaarschijnlijk als onvoorspelbaar. Wel zal de volgende recessie waarschijnlijk niet zo diep zijn als de vorige, een gevolg van alle maatregelen om het financiële systeem te verbeteren. De sleutel voor de wereldwijde economische groei ligt in China, een land dat door de dreigende handelsoorlog minder afhankelijk wil worden van de Verenigde Staten en van de Amerikaanse dollar. Omdat schulden nog altijd hoog zijn, kunnen stijgende rentes vat krijgen op de economische groei.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

In de wereld van beleggen vormen bedreigingen vaak de grootste kansen. Dat was niet het geval in 2018, waar positieve impulsen wegvielen door de niet langer versnellende economische groei en de piek in monetaire liquiditeit. Beleggers zochten in 2018 de veilige havens op. Voor volgend jaar ogen risico's als Argentinië, Turkije, Italië en China opeens kansrijk, al kan het moment van instappen een grote invloed hebben op het rendement. Een meer structurele bedreiging is het klimaatrisico. Door de hoge mate van waarschijnlijkheid en de wereldwijde schade is dit het risico met de grootste impact voor beleggers. Draconische klimaatmaatregelen en een sterke institutionele beleggingsvraag zullen bij duurzaam beleggen zorgen voor een bovengemiddeld rendement, juist doordat men oog heeft voor de risico's.

Peter van der Welle

Beleggingsstrategie bij Robeco Investment Solutions



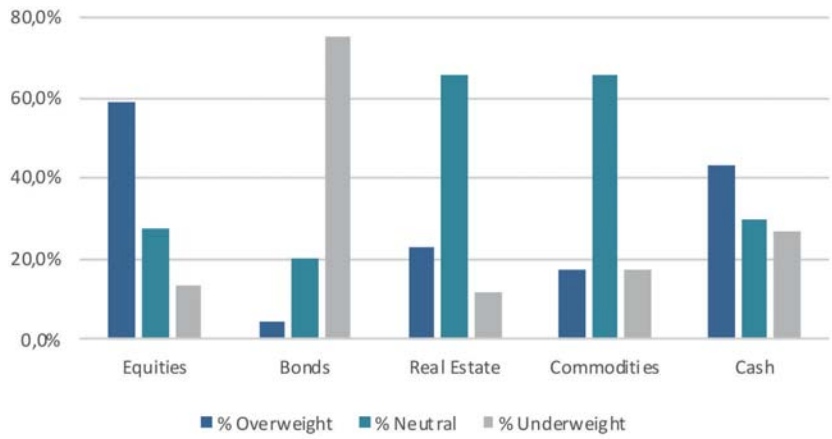
#### Wat zijn de economische vooruitzichten voor 2019?

> Is het glas halfvol of halfleeg? Conjunctureel zijn we het buigpunt van versnellende expansie naar afnemende expansie gepasseerd, maar een recessie in 2019 lijkt tegelijkertijd onwaarschijnlijk. Daarbij blijven groeivoeten van ontwikkelde markten zich waarschijnlijk rond trend evolueren, waarbij de risico's met name in de VS eerder aan de bovenkant liggen en oververhitting inmiddels niet ondenkbaar meer is. Stijgende loongroei en een gezonde private vermogenspositie van huishoudens biedt perspectief voor verder aantrekkende consumptieve bestedingen in de VS. Gezien de krappe arbeidsmarkten zien we verdere substitutie van arbeid naar kapitaal als productiefactor, de productiviteitsgroei in de VS blijft echter gematigd. Dat impliceert dat de Fed de vraagkant van de economie gaandeweg toch zal moeten afremmen door de beleidsrente tegen het eind van 2019 naar een niveau te brengen dat netto restrictief is voor economische activiteit. Opkomende markten zouden een groeiversnelling kunnen laten zien ten opzichte van ontwikkelde markten.

#### Waar liggen de grootste kansen en bedreigingen voor beleggers?

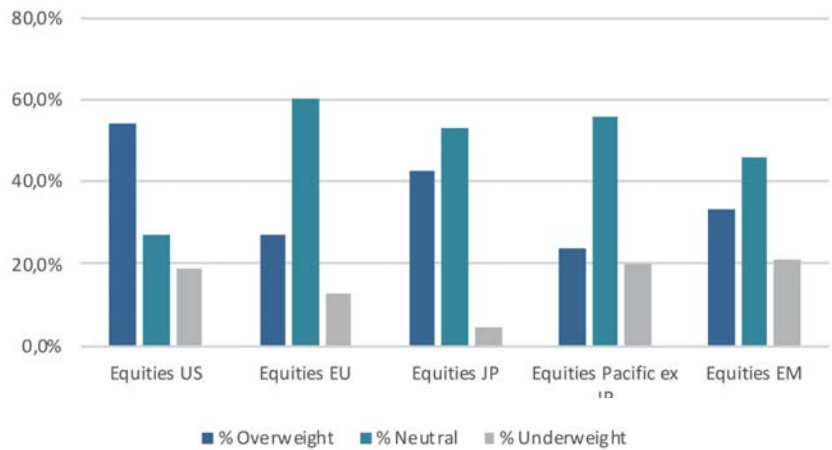
Hoewel het macro-economische beeld voor 2019 overwegend zonnig oogt, verwachten we op de markten wel turbulentie. De bull-markt is nog niet ten einde, maar ondergaat een transitie waarin waarde-aandelen en aandelen met een lage volatiliteit een inhaalslag weten te maken. Gezonde winstcijfers bieden initieel rugwind voor aandelen en bedrijfsobligaties, maar gaandeweg het jaar zullen gunstige, fundamentele data toch vaker overschaduwd gaan worden door zorgen over een Fed die afkoerst op netto restrictief beleid, vervlakkende rentecurves en oplopende kans op een recessie in de VS. Gelet op de historisch zeer lage aandelenrisicopremie versus de globale markt is een traditionele defensieve regio als de VS in dit klimaat juist in toenemende mate riskant.

Figuur 1: Relatieve aantrekkelijkheid asset classes per 30/11/2018



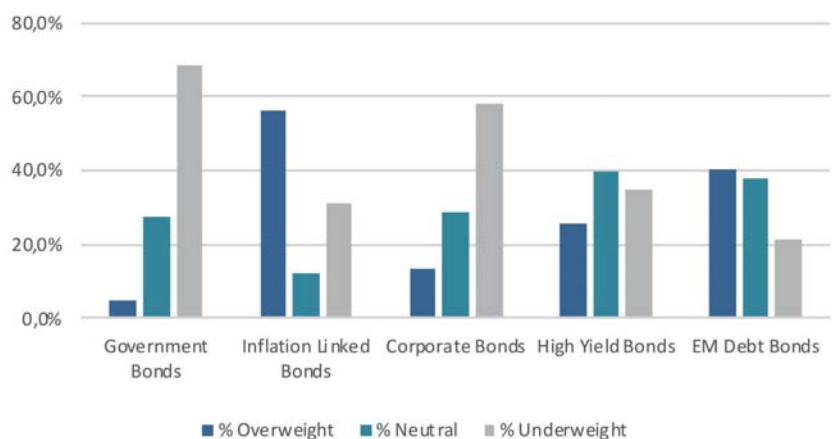
Bron: Alpha Research

Figuur 2: Relatieve aantrekkelijkheid aandelen per 30/11/2018



Bron: Alpha Research

Figuur 3: Relatieve aantrekkelijkheid obligaties per 30/11/2018



Bron: Alpha Research

De verwachting voor 2019 is een tragere economische groei, maar geen recessie, ook niet in 2020. Volgens het IMF zal de wereldeconomie volgend jaar met 3,7% groeien. Wereldwijd lijkt de economische groei over het hoogtepunt heen te zijn. In de Verenigde Staten loopt het gunstige effect van de fiscale en begrotingsstimulansen op de groei in 2019 ten einde. De groei in de VS zal naar verwachting vertragen tot 2% of minder. De inflatie is vooralsnog gematigd, al neemt de loondruk in de VS toe.

Ook in China zwakt de economische groei af. China zal zijn schulden verder afbouwen. Azië krijgt te maken met zowel een dalende economische groei bij zijn grootste handelspartners, als met spanningen over handel en tarieven. Europa en het Verenigd Koninkrijk kunnen zwaar worden getroffen door Brexit-onzekerheid en toenemende politieke problemen in Duitsland en Italië. We zitten in een laatcyclische periode van langzame groei. De rentes stijgen, het soepele monetaire beleid wordt strikter en de vrees voor inflatie neemt toe nu de arbeidsmarkten zich herstellen.

De belangrijkste thema's in 2019 zijn de afzwakkende wereldwijde economische groei, de verdere normalisatie van het centralebankenbeleid en de diverse politieke risico's. Een meer structurele bedreiging is het klimaatrisico. Kortom; bedreigingen zijn er genoeg. Wanneer de economische groei daalt, wordt deze gevoeliger voor tegenslagen. Een sterke daling van vertrouwenscijfers vormt een groot risico voor de financiële markten, waardoor de marktvolatiliteit naar verwachting toe zal nemen.

Op basis van de economische vooruitzichten worden er goede kansen gezien voor alternatieve beleggingscategorieën. Denk hierbij aan ABS-beleggingen die een lage rentegevoeligheid hebben, maar wel een aantrekkelijke kredietopslag bieden. Ook beleggingen met een illiquiditeitspremie zullen goed uit de verf komen, bijvoorbeeld Nederlandse hypotheeklen. Inflatiebestendige en laatcyclische beleggingen, zoals vastgoed en grondstoffen, zullen het ook goed gaan doen.

De verwachting is dat China echt werk gaat maken van fiscale stimulans. Zodra dit gepaard zal gaan met een draaiende Fed, zullen opkomende markten gaan profiteren, zowel aan de aandelen- als aan de vastrentende kant. Draconische klimaatmaatregelen en een sterke institutionele beleggingsvraag zullen bij duurzaam beleggen zorgen voor een bovengemiddeld rendement, juist doordat er zo veel aandacht uitgaat naar de risico's.

Relatief gezien zijn aandelen en cash op portefeuilleniveau de meest interessante beleggingscategorieën en obligaties de minst interessante beleggingscategorie. Binnen aandelen worden de VS, Japan en Emerging Markets het meest overwogen. Binnen de asset class obligaties lijken zich de beste kansen voor te doen in Inflation Linked Bonds en Emerging Markets. De minst interessante vastrentende categorieën zijn staatsobligaties en bedrijfsobligaties.