

# Wonen in een luchtkasteel

Lage groei, opgeblazen markten

---

Outlook 2020

Triodos  Investment Management

**‘De conventionele zienswijze beschermt ons  
tegen de pijnlijke taak van het denken.’**

- John Kenneth Galbraith -

# Over deze Outlook

---

**In deze Outlook presenteren wij onze verwachtingen voor de wereldeconomie en de financiële markten in 2020. Dit is een referentiedocument voor ons als vermogensbeheerder en voor klanten als beleggers in onze aandelen- en obligatie-impactfondsen. Wij stellen onze kortetermijnvisie elk kwartaal bij, in combinatie met de resultaten van onze impactportefeuilles die beleggen in aandelen en obligaties. De tactische asset allocatie (TAA) voor onze aandelen- en obligatie-impactfondsen is gebaseerd op dezekorte termijn verwachtingen. Met onze TAA maken wij gebruik van korte termijn kansen om extra financieel rendement te realiseren. Maar dit betekent niet dat we alleen maar streven naar financieel rendement of dat we ons volledig richten op de korte termijn.**

We beleggen voor de lange termijn, waarbij we niet alleen een goed financieel rendement willen realiseren, maar ook een positieve sociale en milieu-impact willen bereiken. Onze vooruitzichten voor de korte termijn en onze lange beleggingshorizon komen samen in onze beleggingsselectie. We kiezen actief voor aandelen en obligaties die zijn uitgegeven door bedrijven die concrete oplossingen bieden voor de noodzakelijke duurzame transitie. We zijn ervan overtuigd dat wij door het selecteren van deze ondernemingen investeren in de winnaars van de toekomst. In onze whitepaper 'Impactbeleggen via beursgenoteerde aandelen en obligaties' leggen we uit hoe we dit doen.

## **Economische transformatie**

Tegenwoordig wordt algemeen erkend dat onze aarde en onze samenleving voor een groot aantal met elkaar in verband staande uitdagingen staan: de druk op ons milieu en onze maatschappelijke structuur komt voort uit een economisch stelsel dat eenzijdig wordt afgemeten aan, en gestuurd door productie en groei. Het pareren van deze uitdagingen en toekomst proof maken van ons milieu en ons maatschappelijke en economische stelsel vereist een radicale transformatie.

Op dit moment is economische groei nog steeds het belangrijkste doel van het economisch beleid, omdat wordt aangenomen dat andere doelen, zoals welzijn, automatisch worden gerealiseerd wanneer het bbp toeneemt. Materiële consumptie wordt gelijkgesteld

met vooruitgang en ontwikkeling. Naar onze mening is de uitdaging niet dat we meer economische groei en een hoger financieel rendement op zich moeten realiseren, maar dat er een duurzaam systeem moet worden ontwikkeld dat ons milieu respecteert en iedereen ten goede komt. We moeten daarom onze economische theorie heroverwegen en ons bestaande systeem aanpassen. In een nieuwe whitepaper, die begin 2020 wordt gepubliceerd, schetsen wij hoe een nieuw economisch model eruit zou kunnen zien. Hierbij sluiten wij aan bij onze bottom-up beleggingsaanpak.

Het kost tijd om een nieuwe economische theorie te ontwikkelen en ons economische stelsel te transformeren. Dit is een evolutionair en niet een revolutionair proces. We moeten radicale keuzes maken, maar we kunnen niet van de ene dag op de andere het ene systeem vervangen door een ander systeem. Triodos Investment Management maakt deel uit van deze evolutie, maar is ook onderdeel van ons huidige systeem. Als impactbelegger maken we radicale keuzes ten aanzien van de manier waarop we beleggen. Door de allocatie van vermogen aan het bereiken van de Duurzame Ontwikkelingsdoelen van de VN en het tot stand brengen van een inclusieve economie met een lage CO<sup>2</sup>-uitstoot. Maar we moeten ook transparant zijn over onze beleggingskeuzes, onze impact en de beperkingen waarmee we te maken hebben. Deze splitsing komt tot uiting in deze Outlook, die grotendeels is gebaseerd op de conventionele theorie waar we vanaf moeten.

# Economische vooruitzichten

**Het decennium van hoge wereldwijde economische groei dat begon na de grote financiële crisis (GFC), loopt op zijn eind. Het mondiale bruto binnenlands product (bbp) groeide in 2019 beneden trend. Dit wijst erop dat de laatste fase van de economische cyclus is aangebroken. Voor 2020 verwachten we een voortzetting van de zwakke mondiale groei, waarbij de risico's nog steeds vooral aan de onderkant zitten. Samen met de zeer soepele monetaire opstelling van de belangrijkste centrale banken in de wereld en het hoge wereldwijde schuldniveau, maakt dit de wereldeconomie kwetsbaar. Omdat we er vanuit gaan dat het ongerichte zeer verruimende monetaire beleid wordt voortgezet en mogelijk wordt aangevuld met begrotingsmaatregelen, is het niet onwaarschijnlijk dat deze onhoudbare status quo enige tijd blijft bestaan. Dit is een zorgwekkende constatering, want dit kan betekenen dat er op korte termijn weinig ruimte overblijft voor het aanpakken van de grote uitdagingen voor huidige en toekomstige generaties: sociale inclusiviteit en klimaatverandering.**

## **Wereldeconomie: trage groei en neerwaartse risico's**

In onze outlook voor 2019 gingen we uit van een verdere normalisatie van het monetaire beleid. Achteraf gezien hebben we de snelle omslag van de monetaire opstelling na de marktturbulentie aan het eind van 2018 volledig onderschat. Het is zeer teleurstellend dat de wereldeconomie, ondanks deze opnieuw vriendelijke opstelling, in 2019 waarschijnlijk langzamer is gegroeid dan in enige ander jaar sinds de wereldwijde recessie van 2009. Volgens prognoses van het Internationaal Monetair fonds (IMF) is de groei van de wereldeconomie afgenomen van 3,6% in 2018 naar 3,0% in 2019, waarbij ontwikkelde economieën een groei van 1,7% hebben laten zien en opkomende en ontwikkelingslanden een groei van 3,9%. Vooral in de ontwikkelde economieën lijkt deze groei alleen maar te zijn gefabriceerd om beleggers in staat te stellen in luchtkastelen te blijven wonen. Deze 'bolwerken' worden in de lucht gehouden met maatregelen die bedoeld zijn om de economische groei te stimuleren, maar uiteindelijk alleen maar de vermogensprijsinflatie en de verdere financialisering van de economie in stand houden. Groei is steeds minder gebaseerd op echte, 'aardse' activiteiten. Deze trend houdt in 2020 waarschijnlijk aan.

Al met al verwachten we dat de groei zich in ontwikkelde landen handhaaft op een laag niveau van ongeveer 1,7%. De economische groei in de Verenigde

Staten (VS) en Japan zwakt naar verwachting af naar respectievelijk 1,7% en 0,5%, terwijl wordt verwacht dat de economie van de eurozone in de huidige lage versnelling van ongeveer 1,2% blijft draaien. De vergrijzing, lage productiviteitsgroei en kleiner wordende output gaps zorgen ervoor dat de groei in ontwikkelde landen vertraagt en in de buurt begint te komen van lange termijn potentieel. We kunnen concluderen dat het structurele groeipotentieel van de wereldeconomie afneemt en dat de meeste economieën het groeipotentieel dat verloren ging tijdens de GFC nooit meer hebben hervonden. In sommige opkomende landen behoort een groeiversnelling in 2020 tot de mogelijkheden, omdat een kleine verbetering ten opzichte van het huidige lage niveau niet onrealistisch is. Een verdere vertraging van de Chinese economie doet waarschijnlijk echter het grootste deel van dergelijke verbeteringen teniet, waardoor de economische groei voor de opkomende landen in totaliteit uitkomt tussen 4,0% en 4,5%.

## **Veerkrachtige dienstensector**

Hoewel de geopolitieke spanningen die op korte termijn de meest directe dreiging opleveren, de wereldeconomie waarschijnlijk in de weg blijven zitten, verwachten we geen mondiale economische neergang in 2020. Het is nog steeds mogelijk dat bestaande conflicten escaleren en dit kan de vonk zijn die een recessie in gang zet. Maar recente ontwikkelingen

zoals de voorlopige brexitdeal tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU en het verwachte fase-één handelsakkoord tussen de VS en China wijzen op afnemende spanningen in 2020. Dit zou het risico van een ernstiger vertraging in ontwikkelde landen verkleinen en het opwaartse potentieel voor sommige opkomende landen vergroten.

Op dit moment is de vertraging binnen de verwerkende industrie de zwakke plek van de wereldeconomie. De belangrijkste oorzaak van die vertraging is de achteruitgang van de auto-industrie, die in 2018 voor het eerst sinds de GFC een inkrimping liet zien. Deze neergang was vooral te wijten aan een vermindering van de subsidies voor consumenten in China en de ontwrichting die werd veroorzaakt door de invoering van nieuwe emissietests in Europa. Bovendien werden er minder auto's gekocht of werd de aankoop uitgesteld in verband met snel veranderende standaarden en toenemende mogelijkheden voor autodelen. Recente cijfers wijzen er echter op dat de vertraging binnen de verwerkende industrie mogelijk de bodem heeft bereikt. Wel blijft de sector nog enige tijd in de contractiemodus.

Tot dusver is het overloopeffect voor de dienstensector beperkt gebleven. De mondiale inkoopmanagersindex (PMI) voor de dienstensector zakte in het tweede kwartaal van 2019 tot onder 52, maar blijft tot dusver

## Economische vooruitzichten

boven het niveau van 50 dat zou wijzen op inkrimping. Omdat de vertraging binnen de verwerkende industrie mogelijk tot stilstand is gekomen, verwachten we voorlopig geen substantiëler overloopeffect. De huidige sterke punten van de meeste ontwikkelde landen, zoals een lage werkloosheid en sterke binnenlandse vraag, gaan op korte termijn waarschijnlijk niet erg sterk verslechteren.

Accommoderende centrale banken en begrotingsstimulansen leveren misschien voldoende brandstof op om de niet-houdbare status quo van lagere wereldwijde groei en verder gestegen vermogensprijzen in stand te houden. Maar als we verder vooruitkijken is dit misschien ook de grootste bedreiging voor de mondiale markten. Luchtkastelen verdwijnen over het algemeen als sneeuw voor de zon. We weten niet wanneer en hoe, maar dat dit vroeg of laat gaat gebeuren staat voor ons vast.

### Licht stijgende inflatie onvoldoende om doelen te bereiken

In 2019 leidden zwakkere grondstoffenprijzen en een mondiale groeivertraging wereldwijd tot een daling van de totale inflatie. Het IMF gaat voor de ontwikkelde economieën uit van een totale inflatie van 1,5% in 2019 en verwacht dat de inflatie in de VS, het Verenigd Koninkrijk, Japan en de eurozone achterblijft bij de doelstellingen van de respectievelijke centrale banken. Voor 2020 gaan wij uit van een lichte opwaartse druk door een accommoderend monetair en begrotingsbeleid. Krapte op de arbeidsmarkt kan zorgen voor een lichte versnelling van de inflatie in de meeste ontwikkelde economieën; in de VS kan de totale inflatie in de buurt komen van de doelstelling

van 2% van de Federal Reserve (Fed). Voor de eurozone en Japan verwachten we dat de inflatie achterblijft bij de doelstelling. Voor de opkomende landen wordt een divergerende inflatie verwacht, maar in de meeste landen zal deze onder het historische gemiddelde blijven, doordat de inflatieverwachtingen dichter in de buurt komen van de doelstellingen van centrale banken en het effect van eerdere waardedalingen van valuta's afneemt.

### Soepel monetair beleid en begrotingsstimulansen

In reactie op de vertraging van de economische groei en de aanhoudende geopolitieke risico's, heeft zich in ontwikkelde en opkomende landen een gesynchroniseerde overstap naar een soepeler monetair beleid voorgedaan. Wij verwachten dat de monetaire opstelling in 2020 nog soepeler wordt, waardoor de beleidsrente op een historisch dieptepunt komt en aanvullende maatregelen, zoals aankoopprogramma's voor obligaties, zowel in de eurozone als de VS sterk worden opgevoerd. Het is de vraag hoe effectief deze maatregelen zijn in het huidige klimaat met een lage groei, lage rente en lage inflatie. De excessieve verruiming heeft tot dusver gezorgd voor rendementen op de financiële markten die niet worden geëvenaard door de reële onderliggende performance en is dus alleen positief geweest voor beleggers en multinationals. Op langere termijn zijn deze hoge waarderingsniveaus niet houdbaar, maar het onmogelijk is om te voorspellen hoe lang ze nog stand kunnen houden.

Omdat een ruimer monetair beleid onder andere leidt tot valutadevaluatie, verwachten we dat de aanhoudende wereldwijde verruimingsmaatregelen

de kans op een wereldwijde valuta-oorlog vergroten. De Amerikaanse president Donald Trump heeft zowel de Europese Centrale Bank (ECB) als de Chinese Volksbank (PBoC) al beschuldigd van valutamanipulatie. Een vergeldingsmaatregel kan een neerwaartse spiraal in gang zetten en leiden tot een toename van de wereldwijde onzekerheid en spanningen. Dit zou negatief zijn voor het ondernemerssentiment, de productiviteit en de werkgelegenheidsgroei.

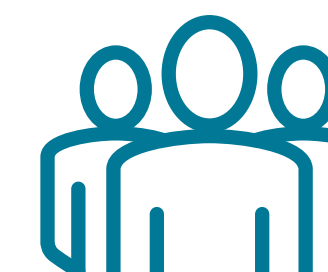
Op een bepaald moment zijn de negatieve bijwerkingen van een verruimend monetair beleid, zoals het bevorderen van ongelijkheid, het nemen van excessieve risico's en het ontstaan van zombiebedrijven, groter dan de veronderstelde economische voordelen. Naar onze mening is dat punt nu bereikt. Wat we nu nodig hebben is een gericht groen monetair- en begrotingsbeleid om een duurzame economische ontwikkeling te waarborgen.

Milieurisico's zouden binnen dit beleid de hoogste prioriteit moeten hebben, omdat volgens het World Economic Forum zowel de kans op, als de potentiële impact van milieurisico's in het afgelopen decennium sterk is toegenomen. Daarentegen zijn de kans op, en de potentiële impact van conventionele economische risico's afgenomen. Het is hoopgevend dat overheden waarschijnlijk inderdaad begrotingsbeleid gaan inzetten om de economische groei op gang te houden, hoewel maatregelen alleen zinvol zijn als ze ook een duurzamere economie opleveren. Ongericht begrotingsbeleid zou alleen de status-quo in stand houden, waardoor de toch al kwetsbare toestand van de economie alleen maar zwakker zou worden.



## Milieu

1. Extreme weersomstandigheden: overstromingen, droogte, orkanen, aardbevingen
2. Falen van maatregelen omtrent klimaatverandering door overheden en bedrijven
3. Huidige activiteiten die leiden tot achteruitgang van biodiversiteit en de ineenstorting van ecosystemen



## Sociaal

1. Impact van vermogens- en inkomensongelijkheid op groei
2. Migratiestromen
3. Populisme en maatschappelijke onrust



## (Geo)Politiek

1. Aanhoudende handelsspanningen
2. Aanhoudende onzekerheid over de Brexit
3. Escalatie van spanningen in het Midden-Oosten

# Lange termijn rendement financiële activa – business as usual

Het verwachte lange termijn rendement op financiële activa is bepalend voor onze strategische asset allocatie. Voor het berekenen van dit rendement gaan wij uit van het ‘business as usual’-scenario. In dit scenario wordt geen rekening gehouden met de negatieve gevolgen van ons huidige economische groeimodel voor mens en milieu of het niet-duurzame karakter van bepaalde ontwikkelingen. Het is daarom synoniem met een niet-duurzame wereld. Totdat de wereld overschakelt op een duurzamer economisch systeem moeten we de huidige situatie in aanmerking nemen door onze ramingen op dit scenario te baseren.

Het rendement op financiële activa wordt bepaald door de fundamentele economische ontwikkelingen op lange termijn. Het wordt tegenwoordig algemeen geaccepteerd dat deze fundamentele ontwikkelingen binnen het ‘business as usual’-scenario tweeledig zijn, namelijk productiegroei en inflatie. Op lange termijn komen fluctuaties in de conjunctuur uit op een gemiddelde. De productie zou dan ook moeten convergeren naar de zogenaamde potentiële productie, terwijl de inflatie op lange termijn afhangt van het vermogen van centrale banken om de inflatieverwachtingen van economische actoren te beheersen. Op grond van deze standaardbenadering komen wij tot de conclusie dat de potentiële productie de komende tien jaar waarschijnlijk laag blijft. Demografische factoren gaan de groei in veel ontwikkelde economieën waarschijnlijk afremmen, doordat de bevolking vergrijsst en werkenden met pensioen gaan. De potentiële werkgelegenheidsgroei en de totale factor productiviteitsgroei gaan daarom

waarschijnlijk vertragen. De inflatie stabiliseert in de meest ontwikkelde economieën waarschijnlijk rond de doelstelling van de centrale bank, behalve in Japan, waar de inflatie waarschijnlijk achterblijft bij de doelstelling. Deze constatering impliceren dat de levensstandaard in de toekomst kan verbeteren, al zal dit wel in een lager tempo gebeuren.

Samen met het waarderingsniveau van de vermogensklasse, bepalen deze economische vooruitzichten het door ons verwachte rendement voor aandelen en obligaties. Het verwachte rendement op staatsobligaties, bedrijfsobligaties en aandelen is historisch gezien laag. Binnen het segment staatsobligaties is het berekende verwachte rendement op Amerikaanse Treasuries het hoogst en komt dit het dichtst in de buurt van het historische rendement, in vergelijking met Britse staatsobligaties, staatsobligaties uit de eurozonelanden en Japanse staatsobligaties. Het berekende verwachte rendement op bedrijfsobligaties met een investment grade-rating uit de eurozone ligt nog verder af van het historische rendement dan dat op staatsobligaties. Binnen de aandelenmarkt is het berekende verwachte rendement op aandelen uit het Verenigd Koninkrijk en Japan in lijn met het historische gemiddelde. Het verwachte rendement op Europese aandelen en met name aandelen uit de VS blijft ver verwijderd van het historische rendement. Al met al wordt het nemen van risico slechts matig beloond. In verband met het bovenstaande houden wij voor de lange termijn een neutrale risico-opstelling aan.

## Economische groei 2020

< Lager                      Onveranderd                      Hoger >

2019 ————— 2020



## Monetair beleid 2020

< Versoepeling                      Onveranderd                      Verkrapping >

2019 ————— 2020





# Verenigde Staten (VS)

## Nog steeds solide, maar afremmend

**Economie:** verdere groeivertraging

**Inflatie:** kerninflatie benadert en overstijgt mogelijk het doel van 2%

**Monetair beleid:** verdere versoepeling, twee nieuwe renteverlagingen in 2020

De Amerikaanse economie staat er nog steeds goed voor, maar vertraagt duidelijk. De wereldwijde groeivertraging en de handelsoorlog met China zorgen voor een geleidelijke vertraging van de Amerikaanse economie, die een bloeiperiode van ruim tien jaar achter de rug heeft. De verwerkende industrie laat inmiddels een inkrimping zien en het ondernemersvertrouwen neemt af, waardoor de investeringen stagneren. De dienstensector heeft lang goed stand gehouden, maar begint nu een neerwaartse tendens te vertonen. Positieve factoren zijn de historisch lage werkloosheid en de sterke consumentenbestedingen. De trage winstgroei en het sombere ondernemerssentiment kunnen de gezondheid van de arbeidsmarkt echter gaan aantasten. Bovendien kan een voortzetting van de handelsoorlog - volgens ons nog steeds een realistisch scenario ondanks recent nieuws over een de-escalatie - leiden tot banenverlies en de consumptieve bestedingen afremmen, gegeven dat potentiële nieuwe invoerheffingen waarschijnlijk meer gericht zullen zijn op consumentengoederen.

In reactie op de neerwaartse risico's is de Fed gestopt met het verkorten van haar balans en zijn de rentetarieven in 2019 drie keer verlaagd. Dit was voor het eerst in ruim tien jaar dat de rente naar beneden werd aangepast. Fed-voorzitter Jerome Powell verklaarde deze aanpassing van het monetair beleid als een verzekering tegen toenemende wereldwijde onzekerheid en gaf aan dat het niet de bedoeling was om hiermee een langdurige renteverlagingencyclus te beginnen. Naar onze mening zullen de hogere verwachtingen van de markt en de verzwakking van de wereldwijde economische cijfers de Fed dwingen om de rente in 2020 in ieder geval nog twee keer te verlagen. Het is mogelijk dat de Fed tegelijkertijd de balans verlengt, omdat het waarschijnlijk lijkt dat er nieuwe langlopende aankoopprogramma's voor obligaties komen. De Fed heeft het aankoopprogramma van USD 120 miljard Treasury bills per maand al opnieuw opgestart, maar heeft wel benadrukt dat dit niet is bedoeld als aanvullende verruimingsmaatregel. Wij verwachten dat de kerninflatie in de buurt gaat komen van het inflatiedoel van de Fed en hier

mogelijk zelfs bovenuit komt, doordat toekomstige verruimingsmaatregelen de mogelijke afkoeling van de arbeidsmarkt compenseren. De presidentsverkiezing van 2020 is een reden voor Trump om de economie koste wat kost op gang te houden. Naast het voeren van een stimulerend begrotingsbeleid - en daardoor een toename van de overheidsschuld - brengt dit waarschijnlijk met zich mee dat de Fed onder (meer) druk wordt gezet om de economie te stimuleren. Wij verwachten daarom dat een recessie in 2020 uitblijft, maar dat de groei vertraagt tot onder het niveau van 2019. Het IMF gaat voor 2019 uit van een economische groei van 2,4%. Wij verwachten dat de bbp-groei in 2020 verder vertraagt naar ongeveer 1,7%. Als het structurele groeiniveau lager is, steekt een recessie echter eerder de kop als een van de risico's werkelijkheid wordt. Omdat de rente al erg laag is en de Amerikaanse overheid een zwakke begrotingspositie heeft, blijft er voor de nieuw gekozen president van de VS - of dit nu Trump is of zijn democratische tegenstander - niet veel ammunitie over voor het tegengaan van een recessie.



# Eurozone

## Slachtoffer van vertragende wereldhandel

**Economie:** stabiele, lager dan gemiddelde groei

**Inflatie:** inflatiedoel van 2% blijft buiten bereik

**Monetair beleid:** voortzetting van kwantitatief verruimingsprogramma; nog één renteverlaging in 2020

De vertraging van de economische groei die begon in 2018, hield in 2019 aan en kwam in een nog lagere versnelling. Het IMF verwacht voor de eurozone in 2019 een bbp-groei van 1,2% en wij gaan er vanuit dat de groei zich in 2020 handhaaft op dit beneden-gemiddelde niveau. Het structurele groeiniveau is in de afgelopen 10 jaar gedaald. Dit komt voor een deel door demografische veranderingen en is daarnaast te wijten aan een lagere productiviteitsgroei in veel (westerse) landen. Een lagere structurele groei houdt in dat (onvermijdelijke) tijdelijke zwakte kan omslaan in een recessie. De zwakte wereldhandel is de belangrijkste oorzaak van de huidige vertraging in de eurozone, doordat de tweedeling tussen de steeds zwakkere externe vraag en de op peil blijvende binnenlandse vraag aanhoudt. De aanhoudende zwakte binnen de verwerkende industrie en de toenemende tekenen van een overloopeffect naar de dienstensector vormen een bedreiging voor de bestedingen van huishoudens. Tot dusver heeft de aanhoudende daling van de werkloosheid eraan bijgedragen dat het vertrouwen van huishoudens hoog is gebleven. Het totale

werkloosheidspercentage begint echter in de buurt te komen van het historische dieptepunt en een verdere daling lijkt onwaarschijnlijk.

De motor van de economie van de eurozone, Duitsland, kampt met een industriële recessie en ook andere kernlanden hebben te maken met een zwakke ontwikkeling van de verwerkende industrie. Belangrijke oorzaken van de neergang zijn de wereldwijde handelsspanningen, onzekerheid over de Brexit en de vertraging in China. Wij verwachten dat het indirecte negatieve effect van de heffingenoorlog tussen de VS en China zal aanhouden. Daarnaast is er volgens ons een grote kans dat heffingen door de VS op Europese goederen een direct negatief effect gaan hebben. Ongeacht de uitkomst, zullen ook de Brexit-perikelen de economische groei in de eurozone afremmen. Bovendien kunnen interne twisten, zoals de discussie over de Italiaanse begroting, gemakkelijk weer de kop opsteken.

Tegen de achtergrond van deze omstandigheden heeft de ECB in september de rente voor het eerst sinds 2016 verlaagd, het opnieuw opstarten van het kwantitatieve verruimingsprogramma aangekondigd en de kredietvoorwaarden voor banken in de eurozone versoepeld. Het probleem voor de ECB is dat de economische ontwikkelingen in de eurozone divergeren. Landen in het noordwesten van de eurozone, zoals Duitsland en Nederland, hebben geen extra monetaire stimuleringsmaatregelen nodig. Voor deze landen leidt dit alleen maar tot meer vermogensprijsinflatie. Zuid-Europese landen, daarentegen, kunnen - om andere redenen - wel wat extra steun gebruiken. Dit veroorzaakt frictie binnen de Raad van Bestuur van de ECB, waardoor de spanningen tussen eurozonelanden toenemen. De huidige accommoderende monetaire opstelling kan helpen om de structurele politieke en economische problemen van de eurozone te maskeren en op de korte termijn de zaken draaiende te houden. Tegelijkertijd weerhoudt dit politici er echter ook van om de onderliggende problemen aan te pakken.

De recente maatregelen van de ECB waren niet alleen gericht op het aanpakken van de wereldwijde groeivertraging en de dreigende neerwaartse risico's., Ze waren vooral bedoeld om een bijdrage te leveren aan de convergentie van de inflatie naar het doel voor de middellange termijn (onder, maar dichtbij 2%). De ECB verwacht dat de totale inflatie in 2019 uitkomt op 1,2% en in 2020 op 1,0%. Wij verwachten ook niet dat de inflatie uitkomt op het beoogde niveau en gaan daarom uit van een langdurig extreem soepel monetair beleid, met waarschijnlijk nog één renteverlaging in 2020 en voortzetting van de kwantitatieve verruiming. Mario Draghi, de aftredende president van de ECB, heeft een beroep gedaan op overheden om de touwtjes in handen te nemen via het begrotingsbeleid. We zien al wat tekenen dat overheden aan dit verzoek gaan voldoen, wat enig tegenwicht kan bieden aan een verdere groeivertraging. Er wordt echter niet verwacht dat eventuele effecten voor de tweede helft van 2020 zichtbaar worden en zullen opwegen tegen de remmende factoren.



## Verenigd Koninkrijk (VK) Wanneer en hoe?



**Economie:** aanhoudende onzekerheid over de Brexit houdt trage economische groei in stand

**Inflatie:** iets onder beoogde 2% bij ordelijke Brexit, anders boven 2%

**Monetair beleid:** renteverlaging in eerste helft van 2020

Een jaar en verschillende deadlines later is het Verenigd Koninkrijk nog steeds lid van de EU. De situatie op het moment van schrijven is dat de EU akkoord is gegaan met uitstel van de Brexit-deadline tot 31 januari 2020 en het Britse parlement vervolgens heeft gestemd vóór een algemene verkiezing op 12 december 2019. Een mogelijke Brexitdeal hangt nu dus af van de verkiezingsuitslag. Een duidelijke meerderheid voor de Conservatieve Partij van Boris Johnson kan ervoor zorgen dat het huidige terugtrekkingsakkoord met de EU begin 2020 door het Britse parlement wordt goedgekeurd. Bij een andere uitkomst neemt de onzekerheid, en dus de kans op een vertrek zonder deal, waarschijnlijk weer toe.

Zelfs als er een deal tot stand komt, blijven er spanningen bestaan. Zodra er een terugtrekkingsakkoord is ondertekend, begint er een transitieperiode waarin de partijen een handelsakkoord moeten bereiken. Wij verwachten dat een Conservatieve regering zich in deze fase strenger zal opstellen tegenover de EU, waardoor de kans op een uiteindelijk

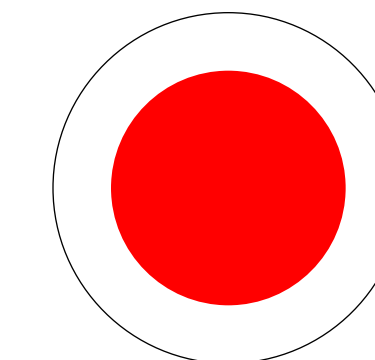
vertrek zonder deal aan het eind van 2020 groter wordt. Ongeacht de uitkomst van de Britse verkiezingen blijft de Brexit-sage dus een belangrijke bron van tegenwind voor zowel het Verenigd Koninkrijk als de EU.

De Britse economie zou in 2020 kunnen gaan profiteren van de door Boris Johnson aangekondigde belastingverlagingen, verhoging van de overheidsinvesteringen en de uitgaven aan openbare diensten. Het is echter waarschijnlijker dat de aanhoudende onzekerheid het economische vertrouwen onder druk blijft zetten. Dit kan uiteindelijk (verdere) gevolgen hebben voor het tot dusver lage werkloosheidspercentage, de sterke loongroei en de krachtige consumentenbestedingen. Hoewel we niet verwachten dat deze bolwerken snel gaan afbrokkelen, zal de tragere economische groei van 2019 (1,2% volgens de voorspellingen van het IMF) waarschijnlijk aanhouden in 2020.

Wij verwachten dat de inflatie volgend jaar bij een enigszins ordelijke Brexit iets onder de doelstelling van 2% van de Britse centrale Bank (BoE) blijft. Als het Verenigd Koninkrijk de EU verlaat zonder deal, leidt een verzwakking van het pond waarschijnlijk tot hogere inflatie. De Bank of England heeft aangegeven dat de beleidsrente beide kanten op kan, maar een renteverlaging lijkt waarschijnlijker. Renteverhogingen zijn een optie in het geval van een ordelijke Brexit en een verbetering van de wereldwijde economische groei. Omdat we verwachten dat er in ieder geval enige mate van onzekerheid blijft bestaan, gaan we uit van een renteverlaging in het eerste halfjaar van 2020.

# Japan

## Lage groei houdt aan



**Economie:** nog lagere economische groei  
**Inflatie:** inflatiedoel van 2% blijft buiten bereik  
**Monetair beleid:** renteverlaging in eerste halfjaar van 2020.

De lage economische groei waarmee Japan sinds jaren te maken heeft, houdt in 2020 waarschijnlijk aan. Het IMF gaat voor 2019 uit van een economische groei van 0,9% en wij verwachten dat de bbp-groei in 2020 nog lager uitkomt. Onze lage groeiverwachting is vooral ingegeven door de wereldwijde groeivertraging, de negatieve gevolgen van de handelsoorlog tussen de VS en China voor Aziatische toeleveringsketens, het Japanse handelsconflict met Zuid-Korea en de recente verhoging van de omzetbelasting.

De krappe arbeidsmarkt, die te wijten is aan de vergrijzing van de Japanse bevolking, blijft steun bieden aan de loongroei en daarmee aan de consumptieve bestedingen. Bovendien dwingt deze krapte bedrijven om het tekort aan arbeidskrachten op te vangen door investeringen te doen. Daarentegen gaat de verhoging van de omzetbelasting de consumptieve bestedingen naar verwachting drukken en zullen de aanhoudend trage wereldwijde groei en onzekerheid over de handelssituatie een negatief effect hebben op de winst en de

investeringsbereidheid, vooral binnen de toch al onder druk staande verwerkende industrie. De export zal last hebben van de sterke yen en een groeivertraging in China, de grootste handelspartner van Japan.

Het monetaire beleid van de Japanse centrale bank (BoJ) blijft ultra verruimend en het kwantitatieve en kwalitatieve verruimingsprogramma (QQE) zal in de komende paar jaar worden voortgezet. In het kader van dit programma koopt de BoJ niet alleen Japanse staatsobligaties, maar ook beursgenoteerde aandelenfondsen. Wij verwachten ook dat het 'yield curve control'-beleid - waarmee de Japanse centrale bank het rendement op 10-jaars Japanse staatsobligaties op een bepaald niveau probeert te houden - in stand blijft.

Vanwege de vertraging van de buitenlandse groei, de neerwaartse risico's die zijn verbonden aan de verhoging van de omzetbelasting en een inflatie die ver van het doel van 2% af zit, heeft de BoJ echter gezinspeeld op nog meer verruiming. Wij verwachten

dat uiteindelijk echter nieuwe maatregelen zullen volgen, omdat de inflatie in 2020 waarschijnlijk tussen 0,5% en 1,0% blijft steken. Wij houden voorzichtig rekening met een renteverlaging in het eerste halfjaar van 2020. De BoJ zal echter voorzichtig te werk gaan, omdat door sommigen wordt gevreesd dat verdere verruiming eerder een negatief dan een positief effect op de inflatie zal hebben. Eventuele economische stimuleringsmaatregelen door de overheid zullen ook van invloed zijn op de toekomstige beslissingen van de BoJ. De overheid houdt het effect van de verhoging van de omzetbelasting op de economie in de gaten en kan een aanvullende begroting opstellen. Wij verwachten echter niet dat deze begroting voor begin 2020 beschikbaar zal zijn.

# Opkomende economieën

## Matige vooruitzichten

**Economie:** bescheiden groeiversnelling  
**Inflatie:** over het algemeen weinig verandering  
**Monetair beleid:** overschakeling naar meer verruiming

In lijn met onze algemene vooruitzichten is ook het groeipotentieel voor ontwikkelings- en opkomende landen beperkt. Doordat de globalisering over het hoogtepunt heen is en de vertraging in China aanhoudt, beginnen de belangrijkste groeimotoren uit het verleden te haperen. Er is nog wel enige ruimte voor een bescheiden toename van de totale groei in 2020, maar dit hangt grotendeels af van het herstel van grote economieën, zoals die van Argentinië, Brazilië, Iran, Mexico, Turkije en Rusland, die in 2019 allemaal ondermaats presteerden. Omdat dit herstel, in sommige gevallen, afhangt van zowel de binnenlandse verbetering als het aantrekken van de wereldhandel, blijft de totale groei in 2020 waarschijnlijk bescheiden. Het IMF verwacht dat de groei in ontwikkelings- en opkomende landen in 2019 uitkomt op 3,9%. Wij verwachten dat de totale economische groei in 2020 uitkomt tussen 4,0% en 4,5%.

Volgens ons blijven Aziatische landen de belangrijkste groeimotoren voor de wereldeconomie, ook al heeft de grootste economie van de regio, China, te maken

met een structurele groeivertraging die verscheidene jaren kan aanhouden. We verwachten dat de vertraging in China (gedeeltelijk) gecompenseerd wordt door het herstel van de Indiase economie, die volgens ons gaat aantrekken dankzij een verlaging van de vennootschapsbelasting en monetaire verruiming. De Chinese vertraging is het gevolg van de afnemende groei van de beroepsbevolking en een verschuiving van kwantitatieve naar kwalitatieve economische groei in het land. Deze beleidsverschuiving is erop gericht de rol van de particuliere consumptie als belangrijkste aanjager van de economie te vergroten en die van op krediet gebaseerde investeringen te verminderen. Hiermee wordt tegelijkertijd geprobeerd om de enorme overheidsschuld te verminderen.

Deze beleidsverschuiving zal, in ieder geval in het begin, de Chinese groei beperken en deze groeivertraging zal verder worden versterkt door mondiale tegenwind, zoals de aanhoudende handelsoorlog met de VS en zwakkere wereldwijde vraag. De invoerheffingen van de VS op Chinese

goederen eisen inmiddels al hun tol van de export en dit blijft ook het geval in 2020, omdat we niet verwachten dat de Amerikaanse president Trump de huidige heffingen volledig zal intrekken. Naar verwachting zal een waardedaling van de renminbi dit effect slechts gedeeltelijk compenseren.

Wij verwachten voor 2020 daarom een verdere vertraging van de Chinese economische groei. De Chinese centrale bank zal proberen deze vertraging te beperken door een verdere verruiming van het monetaire beleid. De PBoC heeft hiermee al een begin gemaakt door de reservevereisten voor Chinese banken te versoepelen, waardoor deze meer geld kunnen uitlenen. Het begrotingsbeleid blijft ook steun bieden aan de bedrijvigheid, doordat indien nodig stimuleringsmaatregelen worden genomen.

In de opkomende Europese landen was de groei in 2019 bescheiden, maar we verwachten dat deze in 2020 wat gaat aantrekken. De belangrijkste redenen hiervoor zijn het herstel in Turkije dankzij monetaire verruiming

en de verbetering in Rusland door het terugdraaien van eerdere begrotings- en monetaire verkrapping. In Latijns-Amerika is de totale groei in 2019 sterk vertraagd, vooral als gevolg van aanbodproblemen binnen de Braziliaanse mijnbouw en politieke onzekerheid in Argentinië en Mexico. Voor 2020 verwachten wij een positief effect op de groei door het aantrekken van de Braziliaanse en Mexicaanse economie en een afnemende contractie in Argentinië en Venezuela. In het Midden-Oosten zullen de bestaande fricties waarschijnlijk aanhouden in 2020. Het herstel van een van de belangrijkste economieën in de regio, die van Iran, hangt voor een groot deel af van een afname van de spanningen met buurlanden en met de VS.

# Beleggings- vooruitzichten

## Groei prognoses 2019- 2020

	Bbp-groei			Totale inflatie		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
VS	2,9	2,00-2,50	1,25-1,75	1,8	1,50-2,00	1,75-2,25
Eurogebied	1,9	0,75-1,25	0,75-1,25	1,4	1,00-1,50	1,00-1,50
België	1,4	1,00-1,50	1,00-1,50	2,3	1,00-1,50	1,00-1,50
Duitsland	1,5	0,25-0,75	0,50-1,00	1,9	1,25-1,75	1,25-1,75
Nederland	2,5	1,50-2,00	1,25-1,75	1,6	2,25-2,75	1,25-1,75
Spanje	2,4	1,75-2,25	1,50-2,00	1,7	0,50-1,00	0,75-1,25
VK	1,4	1,00-1,50	1,00-1,50	2,5	1,75-2,25	1,75-2,25
China	6,6	5,75-6,25	5,50-6,00	2,2	2,25-2,75	2,25-2,75
Japan	0,8	0,50-1,00	0,25-0,75	1,0	0,50-1,00	0,50-1,00

2019 kenmerkte zich door aantrekkende obligatie- en aandelenmarkten. Positief beleggerssentiment, overvloedige liquiditeit en aanhoudende inkoop van eigen aandelen door ondernemingen hebben de aandelenprijzen opgedreven, terwijl de behoefte aan veilige beleggingen zorgde voor een daling van de obligatierendementen. Gegeven dat de wereld te maken heeft met een gesynchroniseerde economische vertraging in combinatie met grote geopolitieke onzekerheden, zou je in ieder geval enige vorm van marktcorrectie hebben verwacht. Het uitblijven van een dergelijke correctie en een algeheel gebrek aan volatiliteit geven aan dat beleggers erop rekenen dat centrale banken alles zullen doen wat nodig is om de economische groei in stand te houden. Hoewel deze situatie volgens ons op lange termijn niet houdbaar is, verwachten wij dat het monetaire beleid en de fiscale stimuleringsmaatregelen in 2020 zullen voldoen aan de verwachtingen van beleggers, waardoor een daling van de financiële markten wordt voorkomen.

De huidige vertraging van de economische groei en de zwakke groei die zich in 2020 naar verwachting voortzet, wijzen erop dat we de laatste fase van de conjunctuurcyclus hebben bereikt. De winstgroei is verslechterd en in de meeste aandelenmarkten zijn de winsten neerwaarts bijgesteld. Bovendien is de geopolitieke onzekerheid toegenomen, mede door de escalatie van de handelsoorlog tussen de VS en China, de aanhoudende Brexit-sage en maatschappelijke en politieke onrust in Hongkong en verschillende landen in het Midden-Oosten en Latijns-Amerika. Maar de financiële markten zijn opmerkelijk veerkrachtig gebleven en hebben een opwaarts pad gevolgd zonder sterke volatiliteit. Dit is grotendeels te danken aan het uiterst soepele monetaire beleid, waardoor de obligatie- en aandelenkoersen zijn opgedreven en beleggers bereid waren meer risico te nemen. De versoepelingsmaatregelen hebben niet geleid tot de gewenste stijging van de consumentenprijzen, maar hebben er alleen voor gezorgd dat de vermogensprijzen verder zijn opgeblazen. De prijzen van financiële activa raken steeds verder ontkoppeld van de onderliggende waarden.

## Beleggingsvooruitzichten

Ondanks deze schijnbaar onhoudbare situatie, verwachten wij dat de financiële markten op peil kunnen blijven tot volgende economische cyclus, wanneer de vooruitzichten weer beginnen te verbeteren. De recente uitspraken van centrale banken dragen hieraan bij. Toch kan onder de huidige omstandigheden, waarbij de risico's onvoldoende verdisconteerd en de aandelenkoersen niet in overeenstemming zijn met de fundamentele economische situatie, een plotselinge omslag van het marktsentiment enorme gevolgen hebben. Voorzichtigheid is daarom geboden. Wij houden daarom vast aan een licht onderwogen positie in aandelen en een neutrale positie in obligaties. Belangrijke neerwaartse risico's zijn dat het beleid van centrale banken niet voldoet aan de verwachtingen van beleggers, evenals een langdurige handelsoorlog die de verwerkende industrie verder verzwakt en uiteindelijk kan leiden tot een groter overloopeffect voor de dienstensector.

### Obligatiemarkten

In 2019 zorgden de behoefte aan een veilige haven en het beleid van centrale banken voor een historisch laag rendement op staatsobligaties. Zowel de Fed als de ECB zal de beleidsrente in 2020 naar verwachting verder verlagen. Dit leidt waarschijnlijk tot een nog lagere kapitaalmarktrente in de VS en de eurozone. Gegeven de aanhoudende verruiming, volgt de geldmarktrente waarschijnlijk een vergelijkbaar pad. Spaarders moeten zich daarom voorbereiden op nog lager rendement op hun spaargeld in het komende jaar. Omdat het waarschijnlijk nog wel enige tijd gaat duren voordat de inflatie uitkomt op het door de ECB nagestreefde niveau en de economische groei in de

eurozone matig blijft, zal het vooruitzicht van een langdurig verruimend monetair beleid de Europese kapitaalmarktrente langer laag houden.

Ook zijn er nog steeds politieke risico's aanwezig in de eurozone. De Brexit-sage en de huidige kwetsbare politieke status-quo in Italië zijn hiervan slechts twee voorbeelden. In combinatie met andere geopolitieke problemen kan dit af en toe de behoefte aan veilige beleggingen doen toenemen en aanleiding geven tot een verdere daling van de kapitaalmarktrente in de kernlanden van de eurozone. Sommige risico's kunnen in 2020 echter gaan normaliseren, wat de kans op een neerwaartse beweging iets beperkt. Al met al zijn dit voor ons voldoende redenen om voorlopig een neutrale positie in obligaties aan te houden.

Door het extreem soepele monetaire beleid van de afgelopen jaren is een zoektocht naar rendement ontstaan, waardoor het rendement op bedrijfsobligaties is gedaald. Voor bedrijfsobligaties met een investment grade-rating hebben de sterke fundamentele situatie bij bedrijven en een laag wanbetalingsrisico bovendien geleid tot lagere credit spreads. De spreads bevinden zich niet op het laagste niveau ooit, maar het steeds lagere en vaak negatieve rendement op staatsobligaties heeft er wel toe geleid dat het rendement op bedrijfsobligaties met een investment grade-rating eveneens is gedaald tot een historisch laag niveau. Hoewel een langdurige economische vertraging normaal zou leiden tot een hoger wanbetalingsrisico en daardoor een toename van de credit spreads, lijkt het erop dat beleggers zich op dit moment voornamelijk richten op de door centrale banken genomen maatregelen. Dit betekent

dat de voor 2020 verwachte daling van de rente en obligatie-aankopen door centrale banken zou moeten zorgen voor een verdere daling van het rendement op bedrijfsobligaties. Hoewel de toename van de liquiditeit van centrale banken wanbetalingen minder waarschijnlijk maakt, hebben wij op grond van de vertragende groei een voorkeur voor bedrijfsobligaties van goede kwaliteit die zijn uitgegeven door bedrijven met een sterke balans.

### Aandelenmarkten

De Amerikaanse aandelenmarkt is nog steeds relatief duur, zowel ten opzichte van andere regio's als in historisch opzicht. Volgens ons zijn de huidige hoge waarderingsniveaus niet in overeenstemming met de onderliggende fundamentele situatie. Een trage groei van de wereldeconomie en verdere vertraging van de Amerikaanse economie zorgen ervoor dat de winstbijstellingen en de groei van de bedrijfswinsten in 2020 negatief blijven. De handelssituatie blijft een punt van zorg en dit kan verergeren als president Trump besluit om zijn pijlen ook op andere landen te richten. Dit kan gevolgen krijgen voor de op dit moment robuuste consumptieve bestedingen. Wij zijn daarom van mening dat de huidige omzetverwachtingen niet gemakkelijk kunnen worden overtroffen. De voortzetting van de opwaartse trend van de Amerikaanse aandelenmarkten hangt daarom grotendeels af van extra verruiming door de Fed. Hoewel het waarschijnlijk is dat de Fed het monetaire beleid inderdaad verder verruimt, kan het sentiment omslaan als de centrale bank niet voldoet aan de hoge verwachtingen van beleggers. De Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2020 gaan ook een rol spelen en vergroten de politieke onzekerheid over

het toekomstige handels- en belastingbeleid. Al het bovenstaande overwegende, blijven wij negatief over Amerikaanse aandelen.

In 2019 volgden de Europese aandelenmarkten de over het algemeen opwaartse beweging de Amerikaanse aandelenmarkt, zij het in een langzamer tempo. Naast de mondiale handelsspanningen, was de kans op een no-deal Brexit de belangrijkste bron van ongerustheid voor de markt. Nu de kans op een harde Brexit iets is afgenomen en Italië ook een (kwetsbare) politieke status quo heeft bereikt, lijken de politieke risico's in de eurozone iets te zijn afgenomen. Onzekerheid over de handelssituatie blijft echter een groot risico. Na de recente verruimingsmaatregelen door de ECB, volgen in 2020 waarschijnlijk nog meer maatregelen, waardoor een uiterst soepel monetair klimaat ontstaat. Verschillende kernlanden overwegen ook begrotingsmaatregelen om de economie te stimuleren. Omdat de vertraging van de economische groei in de eurozone volgens ons vrijwel de bodem heeft bereikt en dit jaar geen verdere verzwakking zal brengen, kunnen Europese aandelen profiteren van een verruimend monetair en begrotingsbeleid. Omdat Europese aandelen ook relatief goedkoop zijn in vergelijking met aandelen uit de VS (hoewel ze absoluut gezien nog steeds duur zijn), blijven wij neutraal tot licht positief over Europese aandelen.

Japanse aandelen zijn relatief goedkoop in vergelijking met die van Amerikaanse en Europese ondernemingen. De aandelenmarkten hier vertoonden in 2019 ook een opwaartse lijn ondanks een achterblijvende economische groei in vergelijking met andere ontwikkelde landen. De recent doorgevoerde verhoging

## Beleggingsvooruitzichten

van de omzetbelasting zal naar verwachting de Japanse consumptieve bestedingen drukken en de aanhoudend trage groei van de wereldeconomie en de onzekerheid omtrent de handelssituatie zullen de winsten en de investeringsbereidheid drukken. Dit geldt vooral voor de toch al onder druk staande verwerkende industrie. De export heeft last van de sterke yen en een groeivertraging in China, de grootste handelspartner van Japan. De Japanse centrale bank zal echter steun blijven bieden aan de aandelenmarkt met haar QQE-programma en wij verwachten niet dat dit programma op korte termijn stopgezet wordt. De BoJ heeft ook gezinspeeld op aanvullende verruimende maatregelen en de overheid houdt het effect van de verhoging van de omzetbelasting op de economie in de gaten en kan een aanvullende begroting opstellen. In combinatie met de aantrekkelijke waarderingniveau's zorgt dit ervoor dat wij positief blijven over Japanse aandelen.

De wereldwijde trend van monetaire verruiming en het afnemen van grote geopolitieke spanningen kan in 2020 positief zijn voor de opkomende markten. Meer liquiditeit en een lagere rente kunnen ervoor zorgen dat beleggers weer interesse krijgen in meer risicovolle financiële activa en een afname van de handelsspanningen kan het beleggersvertrouwen stimuleren. Beide ontwikkelingen zouden de kapitaalstromen richting opkomende landen doen toenemen. Een sterkere Amerikaanse dollar kan echter problemen blijven veroorzaken voor noodlijdende landen met een grote dollarschuld. Landen met een groot tekort op de lopende rekening en/of een groot begrotingstekort zijn voor de financiering van hun tekorten sterk afhankelijk van buitenlandse

investeerders. Veel landen hebben trouwens hun tekort op lopende rekening iets weten te verminderen. Dit schept meer ruimte voor de centrale banken van deze landen om hun monetaire beleid te versoepelen zonder rechtstreeks een sterke waardedaling van hun valuta in gang te zetten.

In 2019 kampten Argentinië, Iran, Turkije en Venezuela alle met ernstige economische problemen. Wij verwachten in 2020 enige verlichting van de problemen waarmee deze landen nog steeds te maken hebben, hoewel ze zeker niet helemaal zullen verdwijnen. Politieke stabiliteit is cruciaal. Verwacht wordt dat de economische groei in Brazilië, Mexico, Rusland en Saudi-Arabië in 2020 weer iets aantrekt, na een vertraging in 2019. Wij gaan er vanuit dat de lichte vertraging in China geen grote negatieve gevolgen zal hebben voor de financiële markten, omdat de monetaire en begrotingsmaatregelen die China naar verwachting gaat nemen beleggers waarschijnlijk gerust zullen stellen. De stimulerende begrotingsmaatregelen en de versoepeling door de centrale bank in India zullen waarschijnlijk de economische groei aanzwengelen. Dit vooruitzicht zal waarschijnlijk een impuls geven aan de binnenlandse financiële markten. In combinatie met de over het algemeen relatief lage waarderingniveau's in opkomende markten, maakt het bovenstaande ons voorzichtig optimistisch over de performance van de aandelenmarkten in opkomende landen in 2020. Veel hangt echter af van een afname van landen specifieke risico's en geopolitieke spanningen en van een voortzetting van de mondiale monetaire verruimingsmaatregelen.

## Tactische asset allocatie

Beleggingsklasse	Waardering	Cyclus	Sentiment	Totaal
<b>Staatsobligaties</b>	-	0	+	0
Staatsobligaties EMU	-	0	+	0
Staatsobligaties VK	-	0	+	0
Treasuries VS	-	0	+	0
Staatsobligaties Japan	-	0	+	0
<b>Bedrijfsobligaties</b>	-	-/0	+	0
Europese investment grade-bedrijfsobligaties	-	-/0	+	0
<b>Aandelen</b>	-	-	+	-/0
Aandelen Europa excl. VK	0	-	+	0
Aandelen VK	+	-	-/0	0
Aandelen VS	-	-	+	-
Aandelen Japan	+	-/0	0/+	+
Aandelen opkomende markten	+	-	0	0/+

+ = positief 0 = neutraal - = negatief

# Disclaimer

- > Dit document is met de grootst mogelijke zorgvuldigheid opgesteld en wordt aangeboden door Triodos Investment Management.
- > Het verschaft geen recht tot publicatie of openbaarmaking van dit document of van delen daarvan aan enige andere partij.
- > Dit document is uitsluitend bedoeld als discussiemateriaal.
- > De informatie en opinies in dit document vertegenwoordigen het oordeel van Triodos Investment Management op het aangegeven tijdstip en kunnen zonder kennisgeving worden gewijzigd. Ze mogen niet worden beschouwd als gezaghebbend en treden niet in de plaats van het gezonde oordeel van de ontvanger zelf. Dit document mag in geen geval worden gebruikt of beschouwd als een aanbieding om te kopen. Evenmin mag het de basis vormen voor of mag worden vertrouwd op dit document in verband met enig contract of enige verplichting of mag het worden opgevat als een beleggingsadvies.
- > De inhoud van dit document is gebaseerd op informatiebronnen die betrouwbaar worden geacht, maar er wordt geen, expliciete of impliciete, garantie of verklaring gegeven aangaande de juistheid of volledigheid hiervan.
- > Dit document is niet bedoeld om te worden verstrekt aan, of gebruikt door enige persoon of entiteit in een rechtsgebied of land waar dergelijke verstrekking of dergelijk gebruik in strijd zou zijn met de lokale wet- of regelgeving.
- > Alle copyrights, octrooien en andere eigendommen die deel uitmaken van de informatie in dit document, zijn bezit van Triodos Investment Management en blijven eigendom van Triodos Investment Management. Er worden geen rechten in licentie gegevens of toegewezen of anderszins overgedragen.

## Over Triodos Investment Management

Triodos Investment Management beschikt over ruim 25 jaar ervaring als wereldwijd opererende impactbelegger en is een volledige dochter van Triodos Bank. Triodos Investment Management heeft als zodanig uitgebreide sectorspecifieke kennis opgebouwd over sectoren als Energie & klimaat, Inclusieve financiële dienstverlening, Duurzame voeding & landbouw en impactbeleggen in beursgenoteerde aandelen en obligaties. Wij bieden impactoplossingen aan in de vorm van private equity, leningen en beleggingen in beursgenoteerde aandelen en obligaties en hadden per 30 juni 2019 EUR 4,6 miljard aan vermogen onder beheer.

## Beleggen in positieve verandering

Voor meer informatie over de impactfondsen van Triodos en andere oplossingen voor impactbeleggen kunt u contact opnemen met ons Investor Relations team op:

+31 (0)30 694 2400

[TriodosIM@triodos.com](mailto:TriodosIM@triodos.com)

[www.triodos-im.com/impact-equities-and-bonds](http://www.triodos-im.com/impact-equities-and-bonds)

## Publicatiedatum

November 2019

## Tekst

Joeri de Wilde / Hans Stegeman,  
Triodos Investment Management

## Ontwerp en layout

HelderGroen, Haarlem / Via Bertha, Utrecht

## Omslagfoto

Bhavyesh Acharya