

Capital Markets Monthly

Achtbaanrit

De kapitaalmarkten beleefden in de eerste weken van het jaar een wilde achtbaanrit. Zij werden heen en weer geslingerd door onzekere economische ontwikkelingen, divergerend monetaire beleid en politieke eventrisco's. Als we de huidige logica van de markten volgen, dan zouden twee factoren - naast betere economische cijfers uit China en de VS - de zenuwen van beleggers echter weer wat tot bedaren kunnen brengen: een einde aan de sterke uptrend van de Amerikaanse dollar en een bestendig herstel van de ruweolieprijs.

- Op handelsgewogen basis ligt de koers van de **Amerikaanse dollar** nog steeds zo'n 20% boven het gemiddelde van het tweede kwartaal van 2014, voordat de grote rally begon. De munten van een aantal opkomende landen kwamen sindsdien echter sterk onder druk te liggen. Ondanks het divergerende monetaire beleid in de wereld zou de recente lichte verzwakking van de Amerikaanse munt daarom een plus moeten zijn: voor China en de opkomende landen, maar ook voor de Amerikaanse economie zelf (de exportsector). Al met al lijkt de sterke uptrend van de dollar een vrij vergevorderd stadium te hebben bereikt. Daarbij weegt onder meer de groeiende twijfel mee over de cyclus van renteverhogingen die de Amerikaanse centrale bank (Fed) in december 2015 heeft ingezet. Gezien de huidige en verwachte economische situatie in de VS fronsen we echter onze wenkbrauwen bij de marktspeculaties over een mogelijke recessie en de invoering van negatieve rentes in de grootste economie van de wereld.
- Daarnaast hebben marktpartijen moeite met de interpretatie van de **ingezakte olieprijsen**. Hoewel die hoofdzakelijk door de aanbodkant gedrukt worden, zien de financiële markten de lage olieprijs niet als een positieve factor die de consumentenbestedingen ondersteunt, maar als een over het algemeen negatieve indicator voor de wereldwijde economische ontwikkeling. Het structurele overaanbod op de wereldmarkt blijft de prijs van ruwe olie drukken en tijdelijk kan zelfs de ondergrens van het productiekostenniveau getest worden.



Ann-Katrin Petersen
Vice President
Global Capital Markets &
Thematic Research

Nu de financiële markten een achtbaanrit doormaken, luidt onze aanbeveling om vaart te minderen en voor vierwielaandrijving te kiezen.

Per 29/02/16

Aandelenindices	Stand	Rente %	
AEX	430	VS	3-maands 0,64
BEL 20	3.381		2-jaars 0,81
Euro Stoxx 50	2.964		10-jaars 1,76
S&P 500	1.932	Eurozone	3-maands -0,20
Nasdaq	4.558		2-jaars -0,51
Nikkei 225	16.086		10-jaars 0,15
Hang Seng	19.407	Japan	3-maands 0,10
KOSPI	1.917		2-jaars -0,24
Bovespa	42.794		10-jaars -0,06
FX	Koers	Grondstoffen	
USD/EUR	1,089	Olie (Brent, USD/vat)	36,4

KapitaalMarktIndicator

Obligatiefondsen

Aandelenfondsen

Toch zijn er ook signalen dat de olieprijs geleidelijk kan gaan uitbodemmen: de termijnprijzen vertonen een opwaartse trend en er is hoop dat Iran zich bij de productiebeperkingsplannen van de OPEC aansluit.

Desalniettemin blijft het gat tussen de totale inflatie (inclusief energie) en de kerninflatie (exclusief energie) waarschijnlijk nog wel enige tijd bestaan. De meest recente terugval van de olieprijs aan het begin van dit jaar heeft het basiseffect van de olieprijsdaling van eind 2014 alweer geheel tenietgedaan.

In deze omgeving blijft de mate van accommoderend monetair beleid waarschijnlijk hoog in de wereld, onder aanvoering van de Europese Centrale Bank (ECB) en de Japanse centrale bank (BoJ). Ondertussen kampen de obligatiemarkten nog steeds met lage en hier en daar zelfs negatieve rentes. Het vooruitzicht dat de ECB de reeds negatieve depositorente nog verder gaat verlagen, blijft de bezorgdheid over de winstgevendheid van het Europese banksysteem waarschijnlijk voeden.

Al met al zullen de grote centrale banken hun beleidsstappen waarschijnlijk telkens op de jongste gepubliceerde cijfers afstemmen: zij kunnen niet 'op de automatische piloot' rijden. Beleggers moeten dan ook op een lang, zeer bochtig parcours voorbereid zijn. Onze aanbeveling luidt om wat gas terug te nemen en bovendien voor vierwielaandrijving te kiezen. Dat wil zeggen: beleggingen breed over de diverse beleggingscategorieën spreiden.

Ann-Katrin Petersen

Allianz 
Global Investors

Markten nader belicht

Tactische allocatie, aandelen & obligaties

- Alhoewel de grote centrale banken inmiddels verschillende beleidsrichtingen kiezen, is de mate van monetaire beleidsverruiming nog steeds hoog. Op mondiale schaal blijft de economische ontwikkeling in de buurt van het groeipotentieel liggen en is daarmee nog steeds vrij ingetogen. De inflatie wordt momenteel sterk door de olieprijsen beïnvloed – een deflatoire omgeving, zoals we in Japan zien, wordt momenteel voor de lange termijn niet verwacht.
- We moeten met een hoge volatiliteit rekening blijven houden. Er doemen voor de risicovollere beleggingscategorieën talloze donkere wolken op: een vrij zwak winstklimaat; aanhoudende bezorgdheid over de groeivoorzichten in sommige opkomende markten, met name in China; onzekerheid over de toekomstige rentestappen van de Fed; geopolitieke gebeurtenissen; liquiditeitsrisico's en de waardering van sommige beleggingscategorieën. Daarom is een defensieve allocatie aan te raden.
- In een omgeving met een lage groei en lage reële rendementen blijven dividenden naar verwachting een belangrijke rendementsbron uit aandelen vormen.

Aandelen Duitsland



- De vooruitzichten voor de Duitse economie blijven positief, mede dankzij een aantrekkende werkgelegenheid, een opnieuw teruggevallen olieprijs en een zwakke euro. De consumentenbestedingen blijken goede steun aan de economie te bieden. De huidige zwakke ontwikkeling van de wereldeconomie drukt de exportprestaties echter.
- De waarderingen van Duitse aandelen, die door de recente koersdalingen gedrukt zijn, kunnen op basis van de voor de cyclus gecorrigeerde koers/winstverhouding (de Shiller-k/w) als (gematigd) aantrekkelijk bestempeld worden.

Aandelen Europa



- De economie van de eurozone bevindt zich nog steeds in de conjuncturele herstelfase. De sentimentsindicatoren waren begin 2016 weliswaar wat ingetogen, maar er zijn geen signalen dat het sentiment gaat omslaan. De grotere koopkracht als gevolg van de lagere olieprijs stuwt samen met het voortgaande herstel op de arbeidsmarkt de binnenlandse vraag en wakkert een economische opleving aan die zichzelf steeds beter op gang weet te houden. Ondertussen wijzen de inflatiecijfers nog niet op een trendomslag in de richting van hogere energieprijzen.
- Sinds 2010 zijn er in de regio hervormingen doorgevoerd om de eurozone crisisbestendiger te maken. De steeds sterkere politieke verdeeldheid, onder meer rond het vluchtelingendebat, laat de EU en de eurozone ondertussen op hun grondvesten schudden. Sommige landen die hervormingen moeten doorvoeren, kampen met een politieke impasse. Daar zien we welke politieke risico's aan beleggingen in de eurozone verbonden kunnen zijn. Het komende Britse referendum over de vraag of het VK in de EU moet blijven, vormt eveneens een politiek risico.
- Gemiddeld genomen zijn aandelen uit het VK en de eurozone op basis van hun Shiller-k/w aantrekkelijk gewaardeerd.

Aandelen VS



- De eerste voorlopige cijfers voor dit jaar geven aan dat de opwaartse trend van de Amerikaanse economie in het algemeen nog steeds intact is. De consumentenbestedingen

blijven samen met de woningbouw de komende kwartalen naar verwachting een belangrijke bron van steun voor de economische groei vormen, enerzijds dankzij de aanhoudend robuuste arbeidsmarkt die in toenemende mate van invloed is op de loongroei en anderzijds dankzij de momenteel aanzienlijk aantrekkende koopkracht als gevolg van de dalende benzineprijzen.

- De afgelopen maanden is de Amerikaanse dollar echter verder in waarde gestegen ten opzichte van andere valuta's, met als gevolg dat de export waarschijnlijk slechts gematigd zal groeien. Bovendien zullen de aanpassingen in de Amerikaanse oliesector de ondernemingsinvesteringen mogelijk langer drukken dan eerder verwacht werd.
- Het economische klimaat heeft per saldo een positieve invloed op de bedrijfswinsten. De hoge verwachtingen voor 2016 zijn echter teruggeschoefd, onder meer vanwege de sterke dollar, de aanpassingen in de oliesector en geleidelijk stijgende loonkosten. Dat zijn allemaal factoren die de winstmarges drukken. Tegelijkertijd wordt het opwaarts potentieel door de hoge waarderingen beperkt. De voor de cyclus gecorrigeerde koers/winstverhouding (de Shiller-k/w) ligt nog steeds duidelijk boven historische niveaus.

Aandelen Japan



- De Japanse economie is in het vierde kwartaal van 2015 gekrompen. Alhoewel veel statistieken volatiel zijn, geeft het voortgaande herstel op de arbeidsmarkt aan dat de economische groei aan het begin van dit jaar weer is teruggekeerd. „Abenomics“ kan echter nog steeds mislukken.
- De inflatie blijft ingetogen en daarom voelde de Japanse centrale bank (BoJ) zich eind januari geroepen om de monetaire teugels verder te laten vieren. Gezien de zeer dynamische appreciatie van de yen in de afgelopen weken ten opzichte van de belangrijkste handelspartners van Japan (de VS en China), is de kans op een interventie op de valutamarkten de laatste tijd toegenomen.
- Hernieuwde druk op de yen zou de winstgevendheid van Japanse ondernemingen verder schragen. Tegelijkertijd wordt het opwaarts potentieel door hoge waarderingen beperkt. Wie beleggingen in Japanse effecten overweegt, moet met name aandacht aan het valutarisico besteden.

Aandelen opkomende markten



- De opkomende markten bevinden zich in aanzienlijk uiteenlopende conjunctuurfases. Onze eigen economische indicator wijst nog steeds op een afzwakkend groeimomentum in China. De vastgoedsector, waar we prille tekenen van stabilisatie zien, blijft hier de kritieke factor. De productiekant kampt echter nog steeds met deflatie.
- Op regioniveau verdienen aandelen uit ontwikkelde landen de voorkeur boven aandelen uit opkomende markten. Wel kunnen we in de opkomende landen een herstelrally verwachten als de Chinese economische indicatoren zich stabiliseren, de uitstroom van kapitaal stopt en de Amerikaanse dollar verzwakt. Uit structureel oogpunt blijft voorzichtigheid echter het devies.

Sectoren & grondstoffen

- De wereldwijde conjunctuurdynamiek is nog steeds te zwak om aan cyclische aandelen steun te bieden. Zolang de wereldwijde groei nog geen steviger en bestendiger basis heeft gevonden, moeten we aan defensieve beleggingen de voorkeur blijven geven.
- De goudprijs blijft naar verwachting profiteren van de spanningen op de financiële markten, terwijl de productiekosten een bodemniveau bieden. Geleidelijk neemt het effect af van een lage reële rente, in het verleden een goede indicator voor goud. Bij een lage reële rente zijn de opportuniteitskosten voor het aanhouden van goud laag.
- De vraagkant kan de zwakke ontwikkeling van de grondstofprijzen evenmin keren, nu de groei met name in de opkomende markten en vooral in China ingetogen blijft.

Obligaties internationaal



- Terwijl de grondstofprijzen de inflatie nog steeds op wereldwijde schaal drukken, duidt de groei van de geldhoeveelheid nergens ter wereld op deflatiegevaar.
- In december 2015 heeft de Fed de eerste renteverhoging in zeven jaar tijd doorgevoerd en daarmee de monetaire beleidsstimulering iets teruggeschroefd. Nu het monetaire beleid geleidelijk van richting verandert, kunnen Amerikaanse en Britse staatsobligaties – tegen de achtergrond van hoge obligatiewaarderingen – een cyclische opwaartse druk op de obligatierente verwachten.
- Het moment waarop en de snelheid waarmee het Amerikaanse monetaire beleid weer wordt genormaliseerd, vormt echter een element van onzekerheid. De Engelse centrale bank – die in het najaar van 2015 warm leek te lopen voor een eerste renteverhoging – zal zich in de aanloop naar het Brexit-referendum van juni waarschijnlijk gedeisd houden.
- Het besluit van de Japanse centrale bank om een negatieve depositorente in te voeren, heeft het effectief rendement op Japanse staatsobligaties naar een nieuw historisch dieptepunt geduwd.

Obligaties eurozone



- Het is nu bijna een jaar geleden dat de ECB in de eurozone het startsein voor kwantitatieve verruiming (QE) gaf. De kans is echter groot dat de centrale bankiers op hun bijeenkomst in maart besluiten om nog verder te verruimen, gezien het

toegenomen risico van een verder afnemende inflatie (ondanks het voortgaande economische herstel). Onderwerp van gesprek zal niet alleen een lagere depositorente, maar ook een eventuele uitbreiding van het QE-programma zijn.

- Dit betekent dat er nog steeds twee krachten op de obligatiemarkten in de eurozone inwerken: terwijl het ECB-beleid met negatieve rentes de korte obligatierente laag houdt, oefent de aanhoudende opkoopvraag van de ECB samen met de nog steeds gematigde inflatieverwachtingen een neerwaartse druk op de lange obligatierente uit. Daarnaast dienen beleggers ook andere rentefactoren in de gaten te houden, zoals de opwaartse rentecyclus in de VS. Vooralsnog zien wij de obligatierente echter nog niet sterk stijgen.
- Voor de periferie van de eurozone geldt dat de obligatiekoersen nog steeds een hogere wanbetalingskans voor de komende vijf jaar verdisconteren dan vóór de crisis het geval was. Politieke risico's kunnen dit marktsegment in de toekomst opnieuw onder druk zetten. Andere ontwikkelingen bieden echter steun, zoals het voortgaand economisch herstel, vooruitgang op het gebied van begrotingsconsolidatie en het accommoderende monetaire beleid van de ECB.

Obligaties opkomende markten (EMD)



- De vooruitzichten worden door structurele problemen overschaduwd (zoals een hoge schuldenlast en een stagnerend groeipotentieel in veel opkomende landen). Daarbij gaat deze beleggingscategorie op de korte termijn gebukt onder wisselend nieuws en onder de verwachting dat de VS een minder verruimend monetair beleid gaat voeren.
- De reële rente is op EMD-papier in lokale valuta echter duidelijk positief en daarmee onderscheiden deze landen zich van veel ontwikkelde landen.

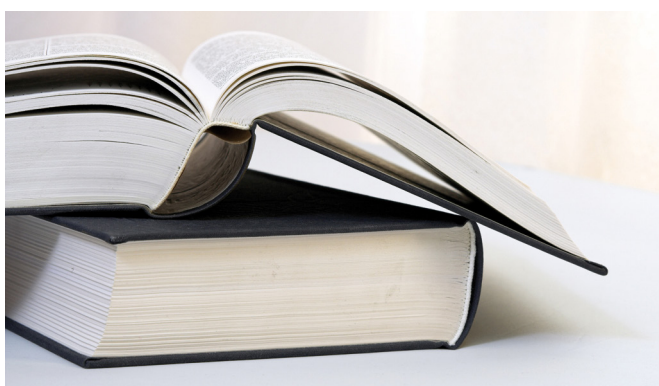
Bedrijfsobligaties



- De risico-opslag op bedrijfsleningen ligt in de VS en de eurozone nog steeds op een gemiddeld niveau. Normaal gesproken loopt deze tegen de eindfase van de conjunctuurcyclus echter op. Inmiddels zouden we, met name in de VS, het dieptepunt van de spreadverkrapping gepasseerd moeten zijn.
- Bedrijfsobligaties met een lagere kredietstatus (high yield-obligaties) worden in twee richtingen getrokken: enerzijds zijn de waarderingen inmiddels weer gematigd aantrekkelijk. Anderzijds oefenen (structurele) factoren, zoals de gedrukte olieprijs en de afnemende marktliquiditeit, neerwaartse druk uit.

Valuta's

- De internationale wisselkoersen staan nog steeds onder invloed van het monetaire beleid (denk aan de sterke Amerikaanse dollar versus de zwakke euro) en van de grondstofprijzen (denk aan de Canadese dollar en de Noorse kroon).
- Op basis van reële koopkracht is de Amerikaanse dollar duur ten opzichte van de meeste andere munten. We kunnen echter niet uitsluiten dat de Amerikaanse dollar in reactie op het divergerende monetaire beleid doorschiet. Al met al lijkt de sterke uptrend van de dollar niettemin een vrij vergevorderd stadium te hebben bereikt.
- In termen van koopkracht nadert de euro zijn reële waarde.



Gegevensbron, voor zover niet anderszins is aangegeven: Thomson Reuters

Een uitgave van

Allianz Global Investors GmbH
Bockenheimer Landstraße 42-44
60323 Frankfurt am Main

Global Capital Markets & Thematic Research
Hans-Jörg Naumer (hjn), Stefan Scheurer (st), Ann-Katrin Petersen (akp)

Aan beleggingen zijn risico's verbonden. De waarde van een belegging en de opbrengsten ervan kunnen zowel stijgen als dalen, en geheel of gedeeltelijk verloren gaan. De standpunten en meningen, die zonder aankondiging gewijzigd kunnen worden, zijn die van de auteur op het tijdstip van publicatie en vormen niet noodzakelijkerwijs een weergave van de mening van de uitgevende instelling.

De gegevens zijn afkomstig uit verschillende bronnen en worden verondersteld juist en betrouwbaar te zijn, maar deze zijn niet onafhankelijk gecontroleerd; de juistheid of volledigheid ervan wordt niet gegarandeerd en geen aansprakelijkheid wordt aanvaard voor directe of indirecte verliezen als gevolg van het gebruik ervan, tenzij de schade veroorzaakt werd door opzet of grove nalatigheid. De voorwaarden van het onderliggende aanbod of contract, dat gedaan of gesloten had kunnen of zal worden, zijn van toepassing.

Dit is een marketinguiting die is uitgegeven door Allianz Global Investors GmbH (www.allianzglobalinvestors.eu), een in Duitsland opgerichte vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, statutair gevestigd aan de Bockenheimer Landstrasse 42-22, D-60323 Frankfurt/Main, Duitsland, die staat ingeschreven bij de lokale rechtbank in Frankfurt/Main onder nummer HRB 9340 en die is goedgekeurd door en onder toezicht staat van het Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Verveelvoudiging, publicatie, of verspreiding van de inhoud, in welke vorm dan ook, is niet toegestaan.