

Capital Markets Monthly

Drie redenen om actief te gaan beleggen

Actief beheer ligt de laatste tijd duidelijk onder vuur. Beleggers hebben de afgelopen drie jaar USD 1,3 biljoen in passieve strategieën gestoken, maar USD 250 miljard aan actieve fondsen onttrokken. Deze opvallende verschuiving is om drie redenen niet terecht.

Allereerst kan een beleggingsstrategie alleen op basis van een volledige marktcyclus goed beoordeeld worden. Dit is essentieel omdat de huidige cyclus inmiddels abnormaal lang duurt. De S&P 500 Index heeft in de 7 ½ jaar sinds het einde van de financiële crisis geen bearmarkt meer gekend. Om dit in perspectief te plaatsen: deze herstelfase na de Grote Recessie (de ergste recessie in 80 jaar) vormt inmiddels de op drie na langste economische expansiefase in de VS en de op één na langste bullmarkttrally in de geschiedenis van de S&P 500.

Vanaf het dieptepunt in maart 2009 heeft het opkomende tijde de koersen van alle risicovolle beleggingscategorieën een lift gegeven. Er was minder behoefte aan neerwaartse bescherming, terwijl actieve managers in het verleden bij neergaande bewegingen juist goed scoorden. Tijdens de technologicorrectie tussen 2000 en 2002 en de financiële crisis van 2008-2009 wisten actieve beheerders in Amerikaanse largecaps hun passieve concurrenten met respectievelijk 471 en 100 basispunten te verslaan.

Wij zijn ervan overtuigd dat actieve managers, die de fundamentals van bedrijven goed analyseren, stormen beter zien aankomen en weten te doorstaan. Actieve managers kunnen in achterblijvende beleggingen onderwogen gaan zitten of eenvoudigweg naar cash uitwijken. Daarentegen krijgen passieve instrumenten, als de markten in zwaar weer belanden, de hele neergang van de gevolgde index voor hun kiezen en is hun verlies na kosten zelfs nóg groter.

Ten tweede kopen passieve beleggers vaak indexfondsen om tactische in plaats van strategische redenen. Zij verwachten snel in en uit posities te kunnen stappen. Maar als de markten volatiel zijn, is er niet altijd genoeg liquiditeit om dit efficiënt te kunnen doen. Een goed voorbeeld is de "flash crash" van 24 augustus 2015 toen de Dow Jones Industrial Average kortstondig bijna 1.000 punten instortte. De koersen van enkele populaire indextrackers (ETF's) raakten hierop volledig ontkoppeld van hun onderliggende waarden. Zo daalde een Amerikaanse ETF voor de sector dagelijkse consumptiegoederen met maar liefst 32% in waarde,



Greg Meier
Vice President,
US Capital Markets
Research & Strategy

Als de markten in zwaar weer terechtkomen, krijgen passieve instrumenten de hele neergang van de gevolgde index voor hun kiezen.

Per 31/10/16

Aandelenindices	Stand	Rente %	
AEX	457	VS	3-maands 0,89
BEL 20	3.556		2-jaars 0,87
Euro Stoxx 50	3.075		10-jaars 1,84
S&P 500	2.126	Eurozone	3-maands -0,31
Nasdaq	5.189		2-jaars -0,63
Nikkei 225	17.442		10-jaars 0,09
Hang Seng	22.935	Japan	3-maands 0,06
KOSPI	2.008		2-jaars -0,26
Bovespa	64.925		10-jaars -0,04
FX	Koers	Grondstoffen	
USD/EUR	1,095	Olie (Brent, USD/vat)	47,6

KapitaalMarktIndicator

Obligatiefondsen

Aandelenfondsen

terwijl de ondernemingen in het fonds 9% inleverden. Beleggers kunnen enorme verliezen lijden op slecht getimed transacties in instrumenten waarvan ten onrechte gedacht wordt dat zij zeer liquide zijn.

Ten derde hebben passieve managers geprofiteerd van de ongekende monetaire stimulering door de centrale banken in de wereld. Sinds de financiële crisis hebben alle grote centrale banken kwantitatieve verruiming (QE) doorgevoerd. Deze programma's hebben voor de gewone belegger het fundamentele prijsvormingsproces echter verstoord. De hoos aan monetaire stimulering heeft de kapitaalmarkten in het algemeen een lift gegeven, maar had ook hogere correlaties tussen beleggingscategorieën tot gevolg. Dit is belangrijk: als de correlaties laag zijn, zullen de koersen van aandelen sterker door de bedrijfsspecifieke karakteristieken worden bepaald. Als de correlaties echter hoog zijn, kan al het researchwerk van actieve managers het raam uit.

In dit opzicht is het bemoedigend dat sommige centrale banken nu hun beleid weer gaan normaliseren of daar in ieder geval over nadenken. Terwijl de Amerikaanse arbeidsmarkt nog steeds goed standhoudt en de inflatie versneld oploopt, staat de Amerikaanse centrale bank (Fed) klaar om de eerste rentestap in 10 jaar tijd te vervolgen. Ondertussen heeft de Europese Centrale Bank geopperd dat zij het QE-programma wellicht moet gaan afbouwen. En de nieuwe "rentecurvesturing" van de Japanse centrale bank kan ook tot een trager tempo van obligatieopkopen leiden.

Een minder accommoderend monetair beleid vormt een vanzelfsprekende stap in de economische cyclus. Naar verwachting dalen de correlaties tussen beleggingscategorieën dan eindelijk en krijgt het pleidooi voor actiever beheer meer weerklank.

Greg Meier

Allianz 
Global Investors

Markten nader belicht

Tactische allocatie, aandelen & obligaties

- De macht van de centrale banken lijkt op wereldwijde schaal af te nemen, nu de beleidsrichtingen verder uiteen gaan lopen. In Europa en Azië biedt voortgaande monetaire verruiming naar verwachting steun aan lokale beleggingen, terwijl in de VS een nieuwe renteverhogingscyclus tot volatiliteit kan leiden.
- De zoektocht naar rendement vormt een structurele stimulans voor risicovollere beleggingscategorieën zoals aandelen. Daarbij vormen dividenden een belangrijke factor. Ondanks hoge relatieve waarderingen heeft groei de voorkeur boven waarde zolang de rentes “langer laag” blijven.
- Ondanks de bestaande negatieve factoren (geopolitieke onzekerheid, lage winstgroei bij bedrijven, onzekerheid over het Amerikaanse monetaire beleid, liquiditeitsrisico's en de waarderingsniveaus in sommige beleggingscategorieën) dient op de middellange tot lange termijn de voorkeur nog steeds naar de risicovollere beleggingscategorieën in plaats van naar staatsobligaties uit te gaan.

Aandelen Duitsland



- De economische situatie blijft solide. Dat bleek bijvoorbeeld uit de jongste IFO-indicator voor het ondernemingsklimaat, die in oktober 2016 het hoogste niveau sinds april 2014 bereikte. De verwachtingencomponent en de index voor de huidige situatie liepen allebei op. Er zijn geen tekenen van bezorgdheid over de export (tegen de achtergrond van het Brexit-debat).
- Duitse aandelen zijn licht ondergewaardeerd: de voor de cyclus gecorrigeerde koers/winstverhouding (Shiller-k/w) ligt onder het langetermijngemiddelde.
- Verzet tegen het vluchtelingenbeleid van de Duitse overheid kan een politiek risico vormen tijdens de algemene verkiezingen in oktober 2017.

Aandelen Europa



- De voortgaande daling van de werkloosheid in de eurozone biedt de particuliere consumptie naar verwachting rugwind. Wel wordt voor de komende maanden op een gematigde toename van de inflatie gerekend.
- Sinds het Britse referendum zijn de economische en politieke risico's toegenomen. De Britse economie heeft de laatste tijd echter beter dan verwacht gepresteerd. Op de lange termijn zijn de risico's echter toegenomen nu op een “harde Brexit” wordt gerekend. Dat scenario zou met name voor de bankensector ernstige negatieve economische gevolgen hebben.
- Ten opzichte van Amerikaanse aandelen lijken Europese aandelen aantrekkelijk gewaardeerd. Nu de monetaire stimulering in de eurozone haar grenzen nadert, leidt het vooruitzicht van stabiliserende obligatierentes naar verwachting ook tot een koersstabilisatie bij aandelen uit de eurozone, vooral bij bank aandelen.

Aandelen VS



- De Amerikaanse economie staat er redelijk goed voor. De kans op een recessie is momenteel beperkt.
- De aanhoudend lage rente en het stabiele economische klimaat zijn positieve factoren voor de bedrijfswinsten. De tegenwind van neerwaartse taxatiebijstellingen neemt allengs af nu de energiesector opveert in reactie op stabiliserende grondstofprijzen en het beleggerssentiment weer aantrekt.
- Met hun hoge waardering houden Amerikaanse aandelen echter geen rekening met toenemende groeirisico's voor de middellange termijn.
- In tijden van onzekerheid verwachten we echter dat de Amerikaanse aandelenmarkt van haar status als “veilige haven” profiteert.

Aandelen Japan



- De budgettaire en monetaire stimuleringsmaatregelen hebben in Japan tot nu toe weinig positiefs opgeleverd.
- De jongste wijziging in de strategie van de Japanse centrale bank (BoJ) voedt de vrees dat zij bijna door haar munitie heen is, terwijl de strijd nog niet is gestreden.
- De “rentecurve sturing” door de BoJ kan de waarde van de yen opdrijven als de BoJ de 10-jaars rente met minder monetaire stimulering weet te beheersen. De sterke Japanse yen drukt de laatste tijd de resultaten van grote exportondernemingen. We blijven in Japanse aandelen aan de zijlijn staan.
- Per saldo helpt de aantrekkende groei in de Aziatische regio.

Aandelen opkomende markten



- De uitstroom van kapitaal uit de opkomende markten heeft aan kracht ingeboet. De afnemende druk op beleggingen in opkomende markten kan voor kortetermijnbeleggers reden voor een tactische overweging vormen.
- In China blijft de macro-economische omgeving onzeker, al bieden overheidsmaatregelen steun. Terwijl de officiële indicatoren in China een stabilisatie laten zien, kampt het land nog steeds met uitdagingen. Onze *AllianzGI China GDP Tracker* duidt op een conjuncturele groeivertraging later dit jaar.
- Nu de grondstofprijzen stabiliseren, komen de opkomende markten weer op adem. Als de lokale wisselkoersen en de grondstofprijzen standhouden, zien we meer ruimte voor tactische outperformance van deze regio. Op de middellange termijn zijn we echter minder overtuigd van een bestendige opleving gezien de risico's waarmee de wereldwijde groei omgeven is. Op structurele basis vormt de opbouw van schulden een aanzienlijk risico in deze regio.
- Binnen dit segment verdient Azië (excl. Japan) de voorkeur. Latijns-Amerika lijkt nog met structurele en politieke problemen te kampen.

Sectoren

- Wereldwijde conjunctuurindicatoren laten min of meer een zijwaartse trend zien. Onder die omstandigheden bestaat er geen duidelijke voorkeur voor de klassieke cyclische of defensieve sectoren. De afgelopen tijd presteerden cyclische aandelen bovengemiddeld (inclusief de financiële en grondstofsector) in reactie op uitbodende obligatierentes. Onze tactische aanbeveling luidt om een evenwichtige sectorallocatie aan te houden, met een structurele voorkeur voor defensieve sectoren.
- Ondanks hoge relatieve waarderingen verdient groei de voorkeur boven waarde zolang de rentes “langer laag” blijven. Wel kunnen er tijdelijke correcties plaatsvinden als de waarderingspremie van

groeiaandelen te extreem wordt. Binnen het waardesegment zal de oliesector naar verwachting het beste presteren.

- Banken profiteren momenteel op grond van waarderings- en positioneringsoverwegingen van overnamespeculatie en rotatiemogelijkheden. Uit fundamenteel oogpunt blijft het sentiment voor Europese bank aandelen echter zwak, niet in de laatste plaats als gevolg van een negatief winstsentiment, krappere rentemarges, het debat over een adequaat eigen vermogen en een beperkte kans op hogere dividenden.

Beleggingsthema: Obligaties met inflatiebescherming

- De totale inflatie (inclusief voeding en energie) is onder meer afhankelijk van de olieprijs, de prijs van landbouwgrondstoffen en de wisselkoersen. Zodra de olieprijs weer gaat stijgen – zij het binnen een beperkte bandbreedte – neemt de inflatie in de VS en in Europa naar verwachting weer toe.
- De kerninflatie (exclusief voeding en energie) wordt verklaard door de output gap (het verschil tussen de geaggregeerde vraag en het potentiële aanbod). In tal van ontwikkelde landen is de output gap inmiddels aanzienlijk kleiner geworden of zelfs al gedicht, wat op een voortgaande stijging van de kerninflatie duidt.
- Op basis van de verwachtingen van professionele prognosemakers heeft het monetaire beleid weinig invloed gehad op de inflatieverwachtingen voor de lange termijn in de Verenigde Staten en de eurozone. De inflatieverwachtingen blijven voor de komende vijf jaar rond de 2% verankerd. Obligaties met inflatiebescherming kunnen interessant zijn voor wie een hogere inflatie voorziet dan de markt of in ieder geval denkt dat de inflatie niet verder onder de marktprognose zal wegzakken.

Obligaties eurozone

- De eurozone bevindt zich op een pad van gematigde groei. Basiseffecten drijven de inflatie de komende maanden naar verwachting op.
- We verwachten dat de Europese Centrale Bank (ECB) vasthoudt aan haar expansieve beleid en aan voortgaande verruiming, ook al gaf de ECB begin september aan dat zij besluiten over verdere maatregelen tot later in het jaar uitstelt.
- Niet in de laatste plaats dankzij de aanhoudende steun van het opkoopprogramma van de ECB hebben staatsobligaties uit de periferie van de eurozone zich snel hersteld van de correctie na het Brexit-referendum. Wel verdisconteren staatsobligaties uit de periferie van de eurozone voor de komende jaren nog steeds een grotere kans op wanbetaling dan vóór de crisis het geval was. Ondanks de huidige politieke risico's in de eurozone ondervindt dit segment nog steeds steun van het aanhoudende economische herstel, gezondere begrotingen en het accommoderende monetaire beleid van de ECB.

Obligaties internationaal

- Staatsobligaties lijken over het algemeen overgewaardeerd. Terwijl de centrale banken proberen om de markten richting te geven, zijn zij inmiddels zelf een bron van volatiliteit geworden, vooral voor de valuta- en obligatiemarkten.
- In de VS liet de Fed de rente in september ongemoeid. Wel hield zij de mogelijkheid open van een renteverhoging later dit jaar. De Amerikaanse geldmarktcurve heeft een nieuwe renteverhogingscyclus echter nog niet volledig ingeprijsd. Gezien het extreem vlakke rentepad dat momenteel is verdisconteerd, achten wij de kans op hogere renteprognoses op termijn waarschijnlijk. Dit alles zal op de middellange termijn tot een voortgaande vervlakking van de rentecurve voor Amerikaanse staatsobligaties leiden.
- Begin augustus kondigde de Engelse centrale bank (BoE) een uitvoerig pakket maatregelen aan (lagere rentes, kwantitatieve

verruiming onder meer via de aankoop van bedrijfsobligaties en een nieuwe financieringsfaciliteit) nu er na de Brexit-uitslag op een tragere economische groei wordt gerekend. Verdere stappen worden door de BoE niet uitgesloten.

- Al met al is een snelle verandering in de huidige situatie van negatieve rentes onwaarschijnlijk (meer dan 30% van de staatsobligaties uit ontwikkelde landen biedt momenteel een negatief effectief rendement).

Obligaties opkomende markten (EMD)

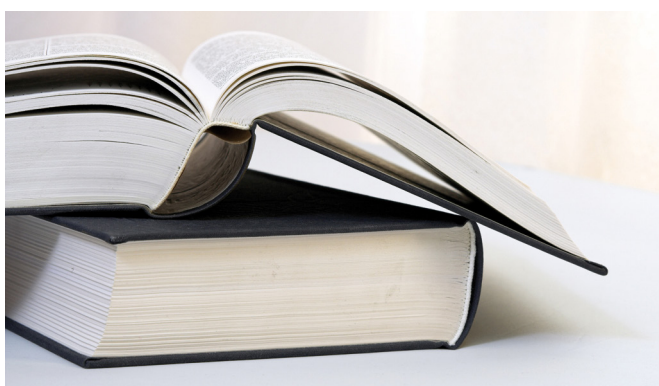
- Sinds medio februari zijn de risicopremies op EMD-obligaties in harde valuta aanzienlijk gedaald. De vooruitzichten worden echter overschaduwd door de voortschrijdende rentecyclus in de VS en door structurele problemen (zoals een hogere schuldenlast en een zwakke productiviteitsgroei).
- Uit oogpunt van waardering lijken EMD-obligaties in lokale valuta op de middellange termijn gezien aantrekkelijker dan EMD-obligaties in harde valuta, aangezien de lokale munten in veel gevallen fundamenteel ondergewaardeerd zijn.
- Anders dan op de obligatiemarkten van diverse ontwikkelde landen is de reële rente voor EMD-papier in lokale valuta (gemiddeld genomen) aanzienlijk positief. Binnen dit segment verdienen Aziatische obligaties de voorkeur.

Bedrijfsobligaties

- De risicopremies op bedrijfsobligaties in EUR zijn gedaald nadat de ECB aankondigde dat zij vanaf juni 2016 bedrijfsobligaties van niet-financiële instellingen gaat kopen.
- In Amerikaanse bedrijfsobligaties is momenteel een aanzienlijk hogere kans op wanbetaling ingeprijsd dan in het verleden het geval was. Het kredietrisico en de liquiditeitspremie worden voor investment grade- en high yield-obligaties momenteel echter licht onder hun trendniveau ingeschat. Op basis hiervan zijn Amerikaanse bedrijfsobligaties wat aan de dure kant.
- De Amerikaanse high yield-markt (voor obligaties van ondernemingen met een lage kredietwaardigheid) heeft na de eerdere forse toename van de risico-opslag vanaf februari een aanzienlijk herstel laten zien, gesteund door een stabielere olieprijs en de waardering van dit marktsegment, die over het geheel genomen aantrekkelijk is.
- High yield-obligaties in EUR blijven profiteren van de indirecte steun die het accommoderende beleid van de ECB biedt. Het huidige waarderingsniveau is echter onaantrekkelijk. Wij houden vast aan een neutrale weg.

Valuta's

- Op de middellange termijn blijft de ontwikkeling van het monetaire beleid in de VS versus Europa een dominante invloed op de EUR/USD-wisselkoers uitoefenen. De verwachte monetaire verkrapping in de VS biedt enige steun aan de USD.
- De Amerikaanse dollar ondervindt nog steeds steun van structurele factoren (niet in de laatste plaats van een hoger, doch afzwakkend groeipotentieel). De munt is echter wel doorgeschoten tot boven het niveau dat op de lange termijn fundamenteel gerechtvaardigd is. Ondanks enkele correcties vanaf begin 2016 is de Amerikaanse dollar uit cyclisch oogpunt nog steeds overgewaardeerd ten opzichte van veel andere munten (waaronder de euro).
- Nu de grondstofprijzen uitbodemden, komen er ook signalen dat de druk op valuta's uit opkomende landen ten einde loopt.
- Het Britse pond is de afgelopen weken fors in waarde gedaald, nu er meer kans is op een „harde Brexit“. Net als de euro is het Britse pond echter een rentegevoelige munt. Op basis van verwachte renteversillen lijkt het Britse pond te sterk te zijn terugggevallen.



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.