

Capital Markets Monthly

Wat het Chinese jaar van de vuurhaan voor ons in petto heeft

Op de Chinese kalender loopt het huidige jaar – het jaar van de vuurhaan – inmiddels ook ten einde. De voorspellingen zijn uitgekomen: het was inderdaad een jaar vol veranderingen die ook nog gevolgen hebben voor de komende jaren. Onverwachte politieke gebeurtenissen zetten de kapitaalmarkten op hun kop, zoals het Britse Brexit-besluit en de uitslag van de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Toch leidden deze gebeurtenissen niet tot forse en langdurige marktverstoringen. Komt er nu weer meer aandacht voor de fundamentals op het gebied van de (geo)politiek, de wereldeconomie en het monetaire beleid?

- Allereerst belooft het nieuwe jaar een **zeer politiek** jaar te worden. In de VS wordt Donald J. Trump, de nieuw verkozen president, op 20 januari 2017 beëdigd. Tot dusverre is nog onduidelijk welke campagnebeloftes hij uiteindelijk kan inlossen. In Europa gaan de Nederlanders, de Fransen, de Duitsers en mogelijk ook de Italianen naar de stembus. En in het voorjaar gaan de Brexit-onderhandelingen van start. De vrees voor populistische stemwinst maakt politici waarschijnlijk toegelijker naar de kiezer: in het "superverkiezingsjaar 2017" besteden zij waarschijnlijk minder aandacht aan structurele hervormingen.
- Desalniettemin heeft de **wereldeconomie** zich vrij veerkrachtig getoond te midden van al deze recente onverwachte ontwikkelingen. In vrijwel iedere belangrijke regio is de economie inmiddels aan een opmars bezig of heeft in ieder geval een stabilisatie laten zien. Die ontwikkeling vormt samen met de stabilisatie van de grondstofprijzen mogelijk een voorbode voor voortgaande prijsstijgingen in de komende maanden. Met andere woorden, de signalen wijzen thans op **reflatie** in plaats van deflatie.
- Anders dan in de VS blijft de inflatie in de eurozone en in Japan naar verwachting echter aanzienlijk onder het beoogde niveau van de centrale banken steken. Het uiteenlopende **monetaire beleid** op verschillende continenten blijft daarom een centraal thema voor beleggers vormen. Al met al blijft het monetaire beleid wereldwijd expansief. Nu de inflatie geleidelijk



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

"Op het gebied van de (geo)politiek, de wereldeconomie en het monetaire beleid gaan de fundamentals weer meer aandacht krijgen."

Per 30/12/16				
Aandelenindices	Stand	Rente %		
AEX	486	VS	3-maands	1,00
BEL 20	3.621		2-jaars	1,23
Euro Stoxx 50	3.303		10-jaars	2,48
S&P 500	2.239	Eurozone	3-maands	-0,32
Nasdaq	5.383		2-jaars	-0,79
Nikkei 225	19.114		10-jaars	0,08
Hang Seng	22.001	Japan	3-maands	0,06
KOSPI	2.026		2-jaars	-0,19
Bovespa	60.227		10-jaars	0,03
FX	Koers	Grondstoffen		
USD/EUR	1,054	Olie (Brent, USD/vat)		56,7

KapitaalMarktIndicator

Obligatiefondsen

Aandelenfondsen

normaliseert, zijn er echter ook steeds meer signalen dat de centralebankliquiditeit binnenkort het hoogtepunt bereikt – mogelijk al begin 2018.

Wat betekent dit voor de financiële markten?

- Momenteel ondervinden de aandelenmarkten steun van het actuele "reflatiethema". Het superverkiezingsjaar 2017 kan echter verrassingen opleveren en van tijd tot tijd tot volatiliteit op de financiële markten leiden (al lijken beleggers al wel gewend geraakt aan het onverwachte).
- Nu de inflatie naar verwachting gaat stijgen en centrale banken waarschijnlijk geen nieuwe monetaire verruimingsmaatregelen meer gaan doorvoeren, zal de opwaartse druk op de obligatierente aanhouden, met name in de VS. Vooralsnog blijft de Amerikaanse dollar een sterke munt, gezien de verschillen in monetair beleid.
- Alpha blijft eveneens een belangrijk thema in een omgeving van lagere trendmatige groei.

Eén ding is zeker: ook 2017 zal een spannend jaar worden. Het is maar goed dat de Chinese kalender op 28 januari het jaar van vuurhaan inluidt: vuurhanen hebben een krachtige wil en weten het hoofd koel te houden, ook onder onverwachte omstandigheden.

Ann-Katrin Petersen

Allianz 
Global Investors

Markten nader belicht

Tactische allocatie, aandelen & obligaties

- De kapitaalmarkten worden wereldwijd nog steeds gedomineerd door het reflatiethema. Aantrekkende economische cijfers wijzen momenteel samen met het vooruitzicht van stimulerende begrotingsmaatregelen en geleidelijke renteverhogingen in de VS op stijgende aandelenmarkten en zwakkere obligatiemarkten.
- De winsttaxaties voor 2017 lijken echter nog steeds te ambitieus. Daarnaast blijven politieke factoren de performance van de kapitaalmarkten in belangrijke mate beïnvloeden. Beleggers moeten nog steeds op een hogere volatiliteit rekenen.
- In het algemeen dient het beleggingsbeleid zich meer op kapitaalinkomsten (zoals dividenden) dan op koerswinst te richten.

Aandelen Duitsland



- Positieve indicatoren voor het ondernemersklimaat (zoals de IFO-vertrouwensindicator en de inkoopmanagersindex voor december) gaven aan het einde van het jaar aan dat de Duitse economie op een sterke start van 2017 kan rekenen.
- Exportgerichte ondernemingen kunnen een verdere impuls van de wereldeconomie verwachten. Daarentegen gaat het consumentenvertrouwen naar verwachting wat gebukt onder de oplopende inflatie en het herstel van de olieprijs. Gezien de robuuste staat van de arbeidsmarkt is er echter geen reden voor scepsis. Binnen de eurozone heeft Duitsland nog steeds de laagste werkloosheid (4,1% in oktober 2016).
- Anderzijds kunnen politieke ontwikkelingen tot onzekerheid onder ondernemers en mogelijk tot lagere investeringsuitgaven leiden.
- Duitse aandelen zijn licht ondergewaardeerd: de voor de cyclus gecorrigeerde koers/winstverhouding (Shiller-k/w) ligt onder het langetermijngemiddelde.

Aandelen Europa



- In Europa vormt een verhoogd politiek risico nog steeds een bedreiging. De komende maanden vinden er verkiezingen plaats in Nederland, Frankrijk, Duitsland en mogelijk ook in Italië.
- Ondanks de politieke uitdagingen zijn de economieën in de eurozone tot op heden stabiel gebleven. Sentimentenindicatoren wijzen voor het eerste kwartaal van 2017 op een voortgaande solide economische performance die met name gedreven wordt door de binnenlandse vraag. Een geleidelijk stijgende inflatie zal de koopkracht drukken, maar de gestage toename van de werkgelegenheid zal de consumentenbestedingen ondersteunen. Voor het eerst in meer dan zeven jaar is de werkloosheid in de eurozone teruggevallen naar een enkelcijferig percentage (oktober 2016: 9,8%).
- Na de schok van de Brexit-uitslag is de Britse economie tot op heden verrassend robuust gebleven. Er bestaat echter nog veel onzekerheid over de economische gevolgen op de lange termijn van uittreding uit de EU.
- Op basis van de Shiller-k/w behoort Europa tot de aantrekkelijkere aandelenmarkten.

Aandelen VS



- De huidige solide staat van de Amerikaanse economie wordt door de jongste economische indicatoren volledig onderschreven. Alhoewel we nog niet kunnen weten welke campagnebeloftes de nieuw gekozen president uiteindelijk kan doorvoeren, is al wel duidelijk dat de beleidsmix gaat veranderen (een expansiever begrotingsbeleid en een minder restrictief monetair beleid). In het algemeen zal het beleid van Trump ("Trumponomics") de Amerikaanse economie in de loop van het jaar waarschijnlijk een impuls geven – ondanks het negatieve effect van een oplopende inflatie, wat hogere

rentes en een appreciatie van de handelsgewogen koers van de Amerikaanse dollar.

- Zonnigere economische vooruitzichten, een opleving in de energiesector en naderende belastingverlagingen zullen al met al positief uitwerken op de ondernemingswinsten. De sterke Amerikaanse dollar en de stijgende arbeidskosten per eenheid product zullen daarentegen negatief uitwerken op de winstvooruitzichten voor 2017.
- De hoge waarderingen van Amerikaanse aandelen houden echter geen rekening met toenemende politieke risico's en met de economische risico's die op de middellange termijn gaan spelen.

Aandelen Japan



- Volgens de Tankan-enquête laat het sentiment in de Japanse industrie voor het eerst sinds juni 2015 een verbetering zien. Deze ontwikkeling bevestigt dat de Japanse economie er per saldo beter voorstaat, maar nog wel steeds zwak is.
- Ondanks de geringe groei daalt de werkloosheid in Japan en zullen er op de middellange termijn waarschijnlijk hogere lonen geëist worden. Dat neemt niet weg dat de prijsstabiliteitsdoelstelling van de Japanse centrale bank (BoJ) van 2% voorlopig waarschijnlijk buiten bereik blijft. Derhalve zal de BoJ haar beleid van "kwantitatieve en kwalitatieve verruiming met rentecurvevulling" voortzetten.
- Japanse aandelen blijven in de ban van de yen. Het is nog onzeker of de nieuwe strategie van de Japanse centrale bank aanslaat, maar dit wordt momenteel meer dan goedge maakt door de zwakke yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

Aandelen opkomende markten



- In de opkomende markten wijzen de signalen op een "gematigde groeiversnelling". Die ontwikkeling is hoofdzakelijk te danken aan de stabilisatie van twee economische zwaargewichten, Rusland en Brazilië, mede onder invloed van het recente herstel van de grondstofprijzen. Ondertussen wordt in China het soepele economische en begrotingsbeleid voortgezet.
- Desalniettemin zijn er nog steeds risico's. In een aantal opkomende markten gaat het expansieve economische beleid gepaard met groeiende onevenwichtigheden, met name in de vorm van een hoge en verder uitdijende schuldenlast in de particuliere sector en stijgende vastgoedprijzen. Daar komt bij dat de sterkere Amerikaanse dollar tijdelijk een negatief effect uitoefent nu voor veel USD-leningen de rentebetalingen en aflossingsverplichtingen in lokale valuta gaan stijgen.
- Op basis van de Shiller-k/w blijven de waarderingen van aandelen uit opkomende markten relatief aantrekkelijk.

Sectoren

- Nu het conjuncturele klimaat verbetert en beleggers op reflatie en stimulerende beleidsmaatregelen hopen, dient de voorkeur de komende maanden naar de meer conjunctuurgevoelige waardedsectoren uit te gaan en dan met

name naar de bankensector (met nadruk op Amerikaanse banken). Deze sector lag lange tijd uit de gratie.

- De grondstofmarkten staan onder invloed van uiteenlopende factoren. Naar verwachting gaan de prijzen van industriële metalen profiteren van de verkiezingsoverwinning van Trump en van het vooruitzicht van mogelijke investeringen in de infrastructuur. **Daarentegen** zijn de prijzen van edele metalen de laatste tijd gedaald nu er in de VS op renteverhogingen wordt gerekend.
- In een omgeving waar de groeivoorzichten voor de lange termijn per saldo oninspirerend zijn, blijven dividenden een belangrijke factor voor het aandelenrendement vormen. Daarom heeft de dividendstijl op structurele basis nog steeds onze voorkeur.

Beleggingsthema: “Reflatie”

- De aandelenmarkten worden wereldwijd nog steeds gedomineerd door het reflatiethema. Naar verwachting laat de inflatie de komende maanden in de OESO-landen een duidelijke stijging zien, onder invloed van stabiliserende grondstofprijzen, een lage vergelijkingsbasis en aantrekkende economische indicatoren in de wereld.
- Daar komt nog bij dat de deglobaliseringstrend op termijn tot hogere invoertarieven, minder prijsconcurrentie en een zwakkere productiviteitsgroei kan leiden. In dit opzicht werkt deglobalisering inflatoir uit.
- De westerse obligatiemarkten zullen onder invloed van het reflatiethema waarschijnlijk een opwaartse cyclische druk op de rente ondervinden. Met name in het segment Amerikaans staatspapier worden obligaties met inflatiebescherming en met kortere looptijden interessanter.

Obligaties eurozone

- Tijdens de beleidsvergadering van december kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) aan dat het obligatieopkoopprogramma (QE) wordt verlengd tot eind 2017, maar dat de maandelijkse aankopen vanaf april worden verminderd naar EUR 60 miljard. Ook al gaat de ECB hiermee een einde aan QE maken, toch blijft het monetaire beleid vooralsnog uitzonderlijk verruimend.
- Vanuit het oogpunt van de belegger houdt de krachtenstrijd op de EUR-obligatiemarkten aan: het beleid van negatieve rentes houdt het effectief rendement van kortlopend schuld papier op lage niveaus verankerd, terwijl de aanhoudende vraag vanuit het eurosysteem neerwaartse druk op de lange kant van de rentecurve blijft uitoefenen. Andere rentefactoren die beleggers in de gaten moeten houden, zijn de olopende inflatieverwachtingen, de renteverhogingscyclus in de VS en de verwachte beëindiging van de kwantitatieve verruiming op de middellange termijn. Een sterke stijging van de obligatierente lijkt echter onwaarschijnlijk.
- Obligaties uit de periferie van de eurozone blijven steun ondervinden van het expansieve monetaire beleid van de ECB, de versnelling van het economische herstel en de (nog steeds gematigde) consolidatie van de overheidsfinanciën. Daarentegen oefent de grotere politieke onzekerheid een negatieve invloed uit.

Obligaties internationaal

- Na diverse malen uitstel heeft de Amerikaanse centrale bank in december 2016 voor de tweede keer de rente verhoogd. Het vooruitzicht van een expansiever begrotingsbeleid in het kader van “Trumponomics” zal samen met een restrictiever monetaire beleid voor meer opwaartse cyclische druk op de Amerikaanse obligatierente zorgen.
- Op de middellange termijn blijft de Amerikaanse rentecurve naar verwachting vervlakken, met name aan de korte kant.

Nu de Amerikaanse economie het punt van volledige werkgelegenheid nadert en de lonen stijgen, lijkt de Amerikaanse geldmarktcurve een nieuwe renteverhogingscyclus in het kader van de naderende regeringswijziging nog niet goed te hebben ingeprijsd. Zelfs na de recente correctie zijn Amerikaanse staatsobligaties in fundamenteel opzicht nog steeds te duur.

- In het Verenigd Koninkrijk is het ruime monetaire beleid na de Brexit-uitslag voortgezet. Dit zal de markt voor Britse staatsobligaties steun bieden. Tegelijkertijd dient de invloed van een hogere importprijsinflatie als gevolg van het zwakke Britse pond niet veronachtzaamd te worden.
- Er zijn geen tekenen van druk op de Japanse obligatierente. De Japanse centrale bank houdt de 10-jaars rente verankerd op 0%.

Obligaties opkomende markten

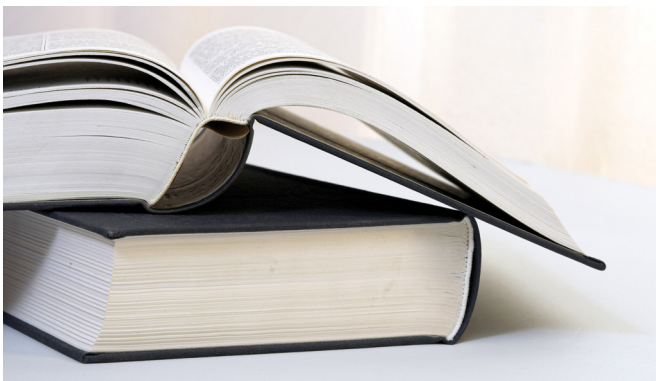
- Voor staatsobligaties uit opkomende landen worden de trendmatige vooruitzichten overschaduwd door structurele negatieve factoren zoals een hoge schuldenlast, een afzwakkend groeipotentieel in talloze opkomende markten en protectionistische tendensen in de VS.
- Voorts gaat deze beleggingscategorie op de middellange termijn gebukt onder het vooruitzicht van een minder expansief monetaire beleid in de VS.
- Daarentegen is de economische omgeving de laatste tijd gestabiliseerd, zij het niet regiobreed. China, India, Rusland en Brazilië liepen hierbij op kop.

Bedrijfsobligaties

- Investment grade- en high yield-obligaties worden in twee richtingen getrokken: aan de ene kant door accommoderend monetaire beleid en aan de andere kant door een uitdagende macro-economische omgeving (qua prijsontwikkelingen) en afnemende waarderingssteun.
- De risicopremies op Amerikaanse bedrijfsobligaties (incl. high yield) kunnen op basis van actuele fundamentele en marktgegevens nog steeds als gematigd aantrekkelijk worden beschouwd.
- Investment grade-bedrijfsobligaties in EUR hebben over het algemeen een neutrale waardering, terwijl high yield-obligaties in EUR aan de prijs zijn. Dat blijkt uit “pure” kredietrisico- en liquiditeitspremies – ingeschat op basis van impliciete (in de marktprijzen besloten) wanbetalingspercentages versus historische cumulatieve defaultpercentages.

Valuta's

- Al met al wordt het internationale wisselkoerssysteem nog steeds beïnvloed door uiteenlopende monetaire beleidsrichtingen (een renteverhoging in de VS versus een voortzetting van het beleid van lage rentes in Europa en Japan), maar ook door de grondstofprijzen (denk aan de appreciatie van de Russische roebel).
- De recente stijging van de Amerikaanse dollar weerspiegelt de verwachting dat het beleid van de nieuwe Amerikaanse regering tot grotere conjuncturele divergentie en internationale renteversillen zal leiden. Het vooruitzicht van een Amerikaanse economisch beleid dat meer op binnenlandse pijnpunten gericht is, zet de valuta's van opkomende landen eveneens onder druk, al zijn de verschillen van regio tot regio groot.
- Gezien het grote tekort op de Britse lopende rekening en de kansen op minder kapitaalinstroom in het VK vormt een voortgaande forse depreciatie een reëel gevaar voor het Britse pond.



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.