



# Maandelijkse assetallocatie

April 2014



Joost van Leenders, CFA  
Hoofdeconoom, Multi Asset Solutions  
[joost.vanleenders@bnpparibas.com](mailto:joost.vanleenders@bnpparibas.com)  
+31 20 527 5126

## SAMENVATTING BELEGGINGSKLIMAAT

- Geopolitiek drukt op aandelen
- Fed en ECB verrassen
- Assetallocatie: overweging voor Europese aandelen en Amerikaans vastgoed en onderweging voor de euro gesloten

## SAMENVATTING ASSETALLOCATIE

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Mar-14	Apr-14	
Equities	●	●	—
Real Estate	●	●	↑
Fixed Income/ duration*	●	●	—
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—

## MARKTOVERZICHT

### Economie

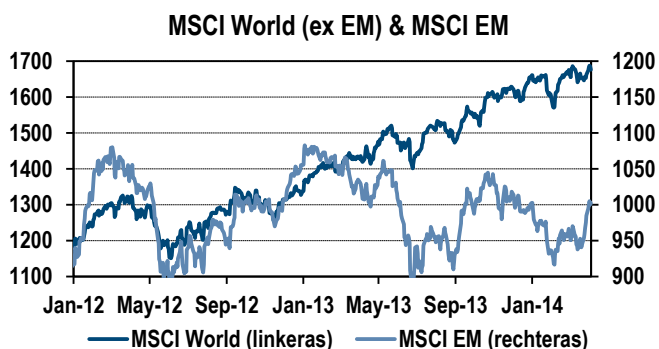
Geopolitieke problemen waaronder de gebeurtenissen in de Krim overschaduwden de economische cijfers in maart. Moskou verschool zich achter de resultaten van het referendum op 16 maart dat nochtans door de internationale gemeenschap noch door de overheden van Kiev werd erkend om het schiereiland bij de Russische federatie te annexeren. De vooralsnog door de VS en Europa opgelegde sancties lijken vrij bescheiden en Vladimir Putin verklaarde dat hij geen afscheiding van Oekraïne wenste. Toch is de situatie nog niet gestabiliseerd. Aan het economische front leek de publicatie van indicatoren die op een opleving van de industriële activiteit wezen de hypothese te bevestigen dat de economie van de VS door de koudegolf deze winter een tijdelijk dip heeft gekend. Die verbetering was echter ook aan een normalisering van de voorraden te danken. Dat hield de Federal Reserve niet tegen om de activa-aankopen verder af te bouwen en om het werkloosheidsdoel van 6,5% weg te laten uit haar communicatie over het toekomstige rentebeleid (forward guidance). In de eurozone zagen we begin dit jaar een aarzelend maar gestaag herstel. De inkoopmanagersindices (PMI's) wijzen op een groei van de activiteit in het eerste kwartaal en na twee jaren op negatief terrein stabiliseerde de



werkgelegenheid eind 2013. Op basis van de voorlopige schatting van Eurostat vertraagde de inflatie in maart opnieuw naar 0,5% jaar op jaar. Toch lijkt de ECB niet bereid om de eerstkomende tijd radicale maatregelen te treffen en blijft ze dubbelzinnig over dit onderwerp.<sup>1</sup> Na een groei van 0,2% voor het Japanse bbp in het vierde kwartaal, trok de activiteit aan dankzij hogere privébestedingen in de aanloop van de btw-verhoging die vanaf begin april wordt ingevoerd. Die verhoging ondermijnt het consumentenvertrouwen, maar de stijging van de output om aan de vraag te voldoen is positief voor de resultaten van de peilingen bij de bedrijven. In de opkomende markten was de vertraging in China de laatste weken een punt van zorg, hoewel het land wellicht alles in het werk zal stellen om de bbp-groei zo dicht mogelijk bij zijn doelstelling van 7,5% te houden (na een gemiddelde van 7,7% in 2013).

## Aandelenmarkten

De eerste beursdag in maart stond in het teken van een steile daling van aandelen door de gebeurtenissen in de Krim. Die daling werd de volgende dag goedgemaakt en sindsdien gaat de risicobereidheid op en neer in lijn met de geopolitieke trends, de bezorgdheid over de Chinese economie en indicaties over het monetaire beleid van de Fed. De volatiliteit bereikte nieuwe pieken, vooral voor Europese aandelen die wellicht gevoeliger zijn voor de ontwikkelingen in Oekraïne. De MSCI AC World index (in dollar) won 0,2% op maandbasis, waarbij aandelen het beter deden tegen het einde van de maand.



Bron: Datastream, BNPP IP

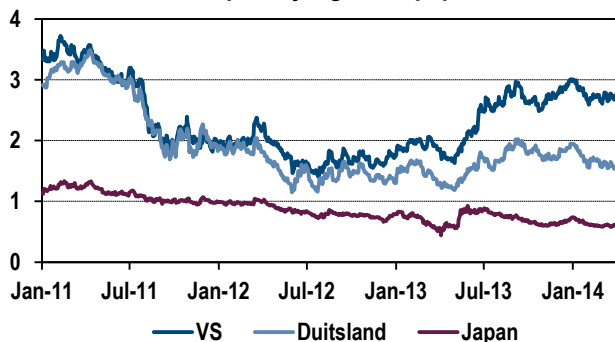
De MSCI Emerging index (in dollar) steeg met 2,9% sinds eind februari, vooral dankzij een rally in de Latijns-Amerikaanse markten die de problemen van de Europese

markten (meer bepaald de Russische index in de eerste helft van de maand) meer dan goedmaakte. Het gebrek aan duidelijkheid over de meeste problemen verklaart de aarzelingen van beleggers en de grillige bewegingen van aandelen. Het resultaat van het referendum in de Krim was weliswaar niet erg verrassend, maar de posities van Rusland en de Westerse landen staan nog niet vast en het is moeilijk om een beeld te krijgen van de uiteindelijke gevolgen die de vooralsnog aangekondigde sancties en de eventuele reactie van Rusland zullen hebben. De dip in de industriële output en in de indicatoren van de activiteit in China had een impact. Verklaringen over het monetaire beleid van de Fed die als minder inschikkelijk werden ervaren, gooiden eveneens wat roet in het eten. En de hoge ambtenaren van de ECB bleven wispelturig in hun verklaringen over extra maatregelen om het monetaire beleid te versoepelen, terwijl de inflatie in de eurozone erg laag blijft. In de VS sloten de S&P 500 en de Dow Jones 30 af op resp. 0,7% en 0,8%. De markten van de eurozone eindigden amper op positief terrein (+0,4% voor de Eurostoxx 50) met grote geografische verschillen: de DAX (-1,4%) voelde de gevolgen van de gebeurtenissen in Oost-Europa; de CAC 40 daalde slechts licht (-0,4%) en Milaan zette een duidelijke outperformance neer (+6,1%). In Tokio daalde de brede Topix-index met 0,7% in een omgeving van een relatief stabiele yen en twijfel over de toekomstige groei na de btw-verhoging die op 1 april wordt ingevoerd. De Nikkei 222 stabiliseerde in maart, maar daalde over een periode van drie maanden met 9%. Tenzij anders vermeld luiden alle indices in lokale valuta's.

## Obligatiemarkten

Amerikaanse staatsobligaties schommelden vrij sterk. Op het einde van de maand bedroeg de rente op tienjarig papier 2,72%. Dat was een stijging met 7 bp vergeleken met eind februari. Begin maart steeg de obligatierente tot 2,80% door meevallende economische cijfers (ISM-index van de verwerkende industrie en banenrapport). Daarna daalde het tarief om vervolgens opnieuw te stijgen na verklaringen van de Fed die als vrij verwarrend werden ervaren. Na de FOMC-vergadering van 18 en 19 maart bleef Janet Yellen bij een voorzichtige diagnose van de situatie op de arbeidsmarkt, maar tegelijk wijzen meerdere factoren erop dat de eerste renteverhoging wat eerder kan komen dan verwacht.

<sup>1</sup> Alle cijfers zijn afkomstig van Bloomberg, Datastream of Factset, tenzij anders vermeld.

**Rente op tienjarig staatspapier**

Bron: Datastream, BNPP IP

Daardoor knoopte de tweejarige obligatierente weer aan bij zijn hoogtepunt van 0,45% in september vorig jaar. Het einde van de maand stond in het teken van een nieuwe daling van de langetermijnrente in een omgeving van gemengde economische cijfers (duurzame goederen en vastgoedmarkt) en genuanceerde commentaren van meerdere FOMC-leden. De rente op de tienjarige Duitse Bund bleef binnen een krappe bandbreedte (1,55% - 1,65%) en eindigde de maand op 1,57% vergeleken met 1,62% eind februari. De laatste weken volgde het Duitse tarief de Amerikaanse obligatierente. Ondertussen versterkte de vlucht naar veilige havens door de gebeurtenissen in Oekraïne waardoor de Duitse tienjarige obligatierente deze maand herhaaldelijk naar zijn dieptepunt sinds juli 2013 daalde. En de voorzitter van de Bundesbank verklaarde dat de mogelijkheid van activa-aankopen door de ECB niet kon worden "uitgesloten". Dat versterkte de verwachting van een stevig gebaar hoewel het commentaar na de bijeenkomst van de raad van bestuur op 6 maart onder de verwachtingen bleef. Obligaties uit de perifere landen bleven het goed doen, maar in mindere mate dan in januari en februari. In de looptijden van tien jaar sloot de rente op Italiaans papier de maand af op 3,29% (-19%) terwijl de rente op Spaans papier op 3,23% (-28 bp) afklokte. Er was geen opmerkelijke wijziging in de kredietmarkt vergeleken met eind februari: de rentespread tussen de VS en Europa liep zowel in het investment-grade als het hoogrentende segment erg licht in.

## BELEGGINGSKLIMAAT

Aandelen waren vrij richtingloos in maart. Verbeterende economische voorwaarden in de VS en de eurozone ondersteunden het beleggersvertrouwen, maar toenemende geopolitieke spanningen en hardere taal van de Federal

Reserve (Fed) drukten op de markten. De Amerikaanse obligatierente steeg, maar in de eurozone hield een zwakke inflatie de rente laag. Wij zijn overwogen voor markrisico, maar sloten wel onze overweging in Europese aandelen en onze shortpositie op de euro. Wij stapten over van een overweging in Amerikaans vastgoed naar een overweging in Europees vastgoed.

### De crisis in Oekraïne is nog niet opgelost

Bij het begin van die crisis ontwikkelden wij scenario's, gaande van een gunstige uitkomst zonder sancties tot een militair conflict en gingen wij na welke van onze posities het kwetsbaarst waren. Wij concludeerden dat dit het geval was voor onze overweging in Europese vergeleken met Amerikaanse aandelen en voor onze short duration in Duitse Bunds. (Onze overweging in schuld papier uit de opkomende markten hadden wij al gesloten.) Toen de crisis in Oekraïne erger bleek dan ons gunstigste scenario beslisten wij om onze overweging in Europese aandelen vergeleken met aandelen uit de ontwikkelde landen te sluiten. Wij blijven geloven dat er fundamentele positieve factoren zijn die deze transactie ondersteunen, zoals verbeterende economische verwachtingen, een gunstig monetair beleid, aantrekkelijkere waarderingen en het vooruitzicht van een sterke groei van de bedrijfswinsten.

### Amerikaanse Federal Reserve en ECB verrassen

De beleidsvergadering van het Federal Open Market Committee (FOMC) van de Federal Reserve (Fed) was de eerste onder leiding van Janet Yellen. Het persbericht dat erop volgde bevatte geen verrassingen. De Fed bleef haar activa-aankopen met 10 miljard USD per beleidsvergadering afbouwen omdat ze ervan uitging dat de recente economische vertraging vooral een gevolg was van slechte weersomstandigheden. In dit tempo komt er in oktober of december een einde aan de kwantitatieve versoepeling door de Amerikaanse centrale bank. Ze houdt niet langer vast aan haar drempel van 6,5% voor de werkloosheid en bepaalt het juiste standpunt in het monetaire beleid voortaan op basis van een breed scala van indicatoren. In dat opzicht keert de Fed eigenlijk naar haar normale werkwijze terug. Maar op de persconferentie stelde Yellen dat er mogelijk slechts zes

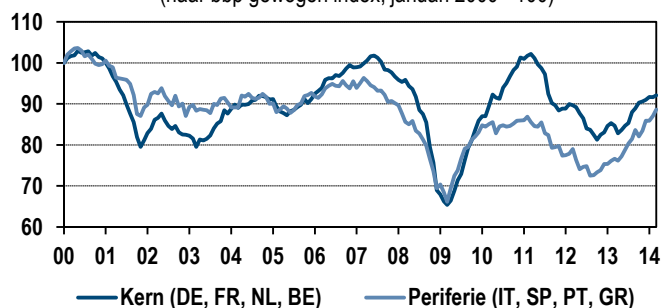




maanden zullen verlopen tussen het einde van de kwantitatieve versoepeling en de eerste renteverhogingen. Zij benadrukte dat de arbeidsmarkt inderdaad zwak was, maar wel aan de beterende hand. De leden van het FOMC gaan ervan uit dat de renteverhogingen vroeger en sneller komen dan eerder verwacht. Daardoor steeg de obligatierente. Toch is het volgens ons nog te vroeg om het monetaire beleid als negatief voor aandelen te zien. In haar toespraak eind maart sprak Yellen alweer mildere taal.

### Economisch sentiment eurozone

(naar bbp gewogen index, januari 2000 = 100)



Bron: Datastream, BNPP IP

Na de beleidsvergadering begin maart leek versoepeling niet langer op de agenda van de ECB te staan. Een aantal indicatoren wees op groei. Zo steeg de index van het economische sentiment (ESI) in maart naar zijn hoogste niveau sinds 2011. Portugal, Italië en Spanje zijn koplopers in termen van verbetering op jaarbasis. In het vierde kwartaal van vorig jaar steeg de werkgelegenheid voor het tweede kwartaal op rij. Dat was meteen ook de eerste opeenvolgende verbetering sinds 2008. Maar per saldo blijven de stijgingen marginaal. Bovendien is de inflatie erg laag en evolueert de euro naar een niveau van 1,40 USD. Met hun zinspelingen op extra monetaire versoepeling, zoals een negatieve rente op bankdeposito's in de overtollige reserves bij de ECB en zelfs kwantitatieve versoepeling wilden de president van de Bundesbank, Weidmann en het hoofd van de Finse centrale bank, Liikanen dus mogelijk vooral de euro naar beneden praten. Dat lukte: de euro daalde inderdaad. De ECB opende de deur naar meer beleidsmaatregelen, maar volgens ons is kwantitatieve versoepeling een brug te ver. Toch vinden wij het monetaire beleid nog altijd positief voor aandelen wereldwijd.

### Recente wijzigingen in onze assetallocatie.

In onze assetallocatie blijven wij overwogen voor risicovolle activa. Wij zijn overwogen in aandelen wereldwijd, Europese

hoogrentende obligaties en Europees vastgoed en passen een short duration toe in Duitse Bunds. Globaal genomen verbeterden de omstandigheden in de VS en Europa, is de inflatie laag en het monetaire beleid uitermate stimulerend. De waarderingen zijn onder meer hoog in het geval van Amerikaanse aandelen en Europese bedrijfsobligaties, maar volgens ons wordt dit op de korte termijn niet bepalend voor de markten. Wij bouwden de risicovolle posities in onze modelportefeuille af door onze overweging in schuldpapier uit de opkomende markten te sluiten in februari en die in Europese aandelen in maart. Wij hebben nu ook onze shortpositie op de euro gesloten die zich stilaan tegen ons keerde. Na de goede rendementen van Amerikaans vastgoed stapten wij over van een overweging in deze beleggingsklasse naar een overweging in Europees vastgoed waar de fundamentele factoren volgens ons stilaan zullen verbeteren.



## Assetallocatie<sup>2</sup>

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	Mar-14	Apr-14	
Equities	●	●	—
Real Estate	●	●	↑
Fixed Income/ duration*	●	●	—
Global Convertible Bonds	●	●	—
Commodities	●	●	—

Fixed income	Active weights		Δ active weight
	Mar-14	Apr-14	
Euro Govies	●	●	—
Euro Govies AAA	●	●	—
Euro Short Dated	●	●	—
Corporate bonds (EUR)	●	●	—
Euro Inflation Linked	●	●	—
High Yield (EUR)	●	●	—
High Yield (USD)	●	●	—
Emerging Bonds USD	●	●	—
Emerging Bonds Local Ccy	●	●	—

Equities	Active weights		Δ active weight
	Mar-14	Apr-14	
European large caps	●	●	↓
European small caps	●	●	—
US large caps	●	●	↑
US small caps	●	●	—
Japan	●	●	—
Emerging markets	●	●	—

Foreign exchange	Active weights		Δ active weight
	Mar-14	Apr-14	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	↑
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EM FX	●	●	—

Real estate	Active weights		Δ active weight
	Mar-14	Apr-14	
European Real Estate	●	●	↑
US Real Estate	●	●	↓
Asian Real Estate	●	●	—

KEY		
Overweight: ●	Neutral: ●	Underweight: ●
Increase: ↑	No change: —	Decrease: ↓

### Samenvatting vooruitzichten

- Een voorzichtige *tapering* door de Fed en betere vooruitzichten beperken het risico verbonden met de normalisering van het monetaire beleid in de VS. Het zal meer bepaald nog jaren duren voor de kortetermijnrente wordt verhoogd en de Fed doet er alles aan om plotse stijgingen van de langetermijnrente te voorkomen. Dit is dus geen nieuw 1994.
- Ondanks de recent betere Europese economische cijfers, blijft Europa kwetsbaar door hoge schulden en een haperende groei. Het monetaire beleid kan de pijn verzachten, maar de het gebrek aan groei blijft de politieke consensus en de democratische legitimiteit ondermijnen. De EU-crisis evolueerde van een acuut naar een chronisch probleem. Dankzij ruggensteun van de ECB lijkt het systemisch risico onder controle, maar het intrinsieke probleem van onhoudbare schuld niveaus is niet opgelost en zal nog herhaaldelijk opflakkeren. De lonen en prijzen zullen onder druk blijven staan tot de werkloosheid afneemt.
- Er groeit een duidelijke consensus dat 2014 een goed jaar wordt voor de wereldwijde groei, vooral in de ontwikkelde wereld. Maar de economische cyclus is zeker niet sterk nu de Amerikaanse begrotingsoverheden herhaaldelijk twijfel zaaien en het vertrouwen ondermijnen, terwijl het aanslepende effect van hogere schulden in de privésector in China niet snel zal verdwijnen.

<sup>2</sup> De tabellen tonen nettoposities vergeleken met de benchmark binnen de strategische modelportefeuille van GBS Standpunten tegenover een specifieke beleggingsklasse moeten niet afzonderlijk worden beoordeeld, maar in de context van de volledige portefeuille

\* Het durationrisico wordt los van de onderliggende allocatie aan vastrentende producten beheerd door gebruik te maken van futures op staatspapier.



Aandelen	Overwogen
<p><b>Gewijzigd.</b> Wij sloten onze overweging in Europese vergeleken met Amerikaanse aandelen. Die positie was het gevoeligst voor de geopolitieke spanningen tussen Oekraïne en Rusland. Onze beslissing was ingegeven door het feit dat die spanningen toenamen en het tegenvallend rendement van deze positie. Wij blijven positief en dus overwogen voor aandelen wereldwijd op basis van de aantrekkelijke groei in de VS en de eurozone, de lage inflatie en het stimulerende monetaire beleid. De waarderingen lijken duur in de VS, maar niet in Europa en de opkomende markten. Volgens ons worden de waarderingen echter voorsnog niet bepalend voor aandelen vanuit tactisch oogpunt.</p>	
<b>Small-cap aandelen:</b>	Overwogen
<p><b>Ongewijzigd.</b> Wij zijn overwogen in Amerikaanse small caps versus large caps en neutraal in Europese small caps. De waarderingen van Amerikaanse small caps lijken aan de dure kant, maar een sterk consumentenvertrouwen, solide voorlopende economische indicatoren en minder begrotingsdruk wijzen volgens ons op verbeterende winstverwachtingen. Vooral van belang is dat wij meer fusies en overnames verwachten wat Amerikaanse small caps de komende maanden kan ondersteunen.</p>	
<b>Staatsobligaties:</b>	Short duration
<p><b>Ongewijzigd.</b> De Amerikaanse obligatierente ging omhoog omdat de Federal Reserve (Fed) wat sterker op renteverhogingen aanstuurde, terwijl milde taal van hoge ambtenaren van de ECB de Duitse obligatierente laag hield. De spreads van 'perifere' landen uit de eurozone liepen verder in. Onze short duration in Duitse Bunds loopt gevaar als de ECB haar beleid versoepelt en beleggers voor veilige havens kiezen door de ontwikkelingen in Oekraïne, maar de obligatierente is volgens ons te laag voor een verbeterende economie.</p>	
<b>Investment-grade bedrijfsobligaties:</b>	Neutraal
<p><b>Ongewijzigd.</b> Wij vinden deze obligaties duur hoewel de economische vooruitzichten en de kredietvoorwaarden neutraal zijn en er minder ratingverlagingen van investment-grade bedrijfsobligaties zijn. Daarom geven wij de voorkeur aan andere vastrentende segmenten.</p>	
<b>Hoogrentende obligaties</b>	Overwogen
<p><b>Ongewijzigd.</b> Wij verwachten dat het wanbetalingsrisico in het Europese hoogrentende segment per saldo laag blijft. Obligaties kunnen nog profiteren van meer beleidsversoepeling door de ECB. Ook het couponrendement stemt ons gunstig. Door de afbouw van de activa-aankopen door de Amerikaanse centrale bank (<i>tapering</i>) kan de rente stijgen, maar omdat wij een overweging openden tegenover staatspapier dat doorgaans een veel langere duration heeft, is een eventuele rentestijging volgens ons afgedekt.</p>	
<b>Obligaties uit de opkomende landen</b>	Neutraal
<p><b>Ongewijzigd.</b> De spreads op obligaties luidend in USD blijven inlopen nadat de bezorgdheid bij beleggers over de vooruitzichten voor activa uit de opkomende markten door het <i>tapering</i>-programma van de Fed afnam. Wel kunnen deze obligaties volgens ons te lijden krijgen van de recente turbulentie in Oekraïne en hernieuwde waakzaamheid bij beleggers evenals een tragere groei van de opkomende economieën en valutareserves.</p>	
<b>Converteerbare obligaties:</b>	Neutraal
<p><b>Ongewijzigd.</b> Een beperkte positie lijkt ons aangewezen om te kunnen profiteren van spreidingsvoordelen, maar wij zien momenteel</p>	



geen reden voor een over- of onderweging. Gelet op de beperkte liquiditeit prefereren wij actieve posities in bedrijfsobligaties of aandelen.

**Vastgoedaandelen:**

**Overwogen**

**Gewijzigd.** Amerikaans vastgoed deed het goed en verdisconteerde de verbeterende fundamentele factoren zoals een dalende leegstand. De waarderingen zijn volgens ons echter niet positief. Wij menen ook dat Amerikaans vastgoed gevoelig is voor een hogere obligatierente. Wij zijn nu overwogen in Europa waar de fundamentele factoren stilaan verbeteren.

**Grondstoffen**

**Neutraal**

**Ongewijzigd.** De olieprijs stegen niet ondanks toenemende geopolitieke spanningen. Vooral goud profiteerde van die spanningen. Basismetalen zakten, met een bijzonder grote daling voor koper. Vanuit fundamenteel oogpunt zijn de vooruitzichten volgens ons gemengd: de aantrekkende economische groei in de VS en Europa kan de vraag stimuleren, maar de tragere groei in China is negatief. Een sterkere vraag volstaat echter mogelijk niet om het stijgende aanbod op te vangen. De kosten om deze beleggingsklasse aan te houden in een omgeving van lage rente zijn volgens ons negatief.



## Disclaimer

Dit document dient enkel ter informatie en is 1) geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven en 2) geen beleggingsadvies.

Voordat u investeert in enig product van BNP Paribas Investment Partners\* dient u zich te informeren over de (financiële) risico's die verbonden zijn aan een belegging in dit product en mogelijke restricties die u en uw beleggingsactiviteiten als gevolg van de op u van toepassing zijnde wet- en regelgeving ondervinden. Indien u na het lezen van dit materiaal een belegging in dit product overweegt, wordt u dan ook geadviseerd om een zodanige belegging te bespreken met uw relatiebeheerder of persoonlijke adviseur en na te gaan of dit product - gezien de daarmee verbonden risico's - past binnen uw beleggingsactiviteiten.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat.

BNP Paribas Investment Partners\* heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. De in dit document opgenomen informatie en opinies kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNP Paribas Investment Partners is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

\* "BNP Paribas Investment Partners" is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheerdiensten van BNP Paribas Groep. Dit document is uitgegeven door BNP Paribas Investment Partners Netherlands N.V. (adres: Burgerweeshuispad 201, 1076 GR Amsterdam) dat deel uitmaakt van de BNP Paribas groep.

[www.bnpparibas-ip.com](http://www.bnpparibas-ip.com)