

MAANDRAPPORT ASSETALLOCATIE

JUNI 2017

VOOR PROFESSIONELE BELEGERS



Joost van Leenders, CFA,

Portefeuillebeheerder

Multi Asset Solutions

joost.vanleenders@bnpparibas.com

+44 20 7063 7161

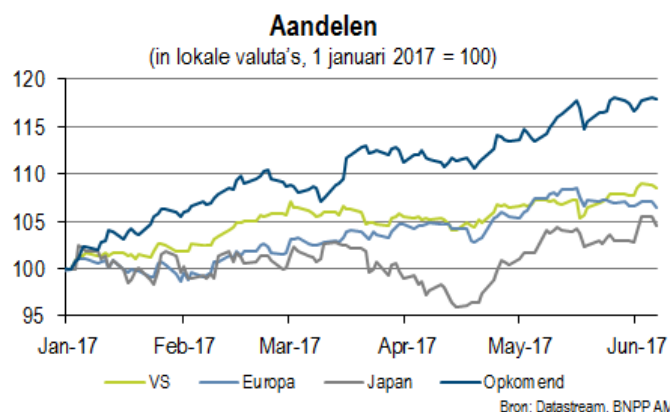
SAMENVATTING

- ▶ Centrale banken laten beleid ondanks tegenvallende inflatie ongemoeid
- ▶ Is binnenlandse activiteit nu belangrijker voor de groei?
- ▶ Nu gesloten: onderweging in aandelen uit de ontwikkelde landen
- ▶ Overweging in vastgoed verschoven van Europa naar VS
- ▶ Nu beëindigd: tactische short duration in Bunds en longpositie Gilts versus Bunds

SAMENVATTING ASSETALLOCATIE

Multi-asset	Active weights		Δ active weight
	May-17	Jun-17	
Equities	●	●	↑
Duration	●	●	↑
Investment Grade	●	●	—
High yield	●	●	—
Emerging market debt hard currency	●	●	—
Emerging market debt local currency	●	●	—
Real estate	●	●	—
Convertibles	●	●	—
Commodities	●	●	—
Cash	●	●	↓

Politieke turbulentie in de VS, nieuwe verkiezingen in het VK, mogelijk vervroegde verkiezingen in Italië en centrale banken die ondanks zwakke inflatiecijfers op koers blijven in het monetaire beleid... niets deed de aandelenrally ontsporen, tenminste uitgedrukt in Amerikaanse dollar.



In euro daalden aandelen wereldwijd in feite met 1,3% doordat de Amerikaanse dollar 3% prijsgaf vergeleken met de euro. Volgens ons houden de aandelenmarkten rekening met een positief scenario voor de groei, inflatie en winstcijfers. Toch zijn we nu niet langer onderwogen,



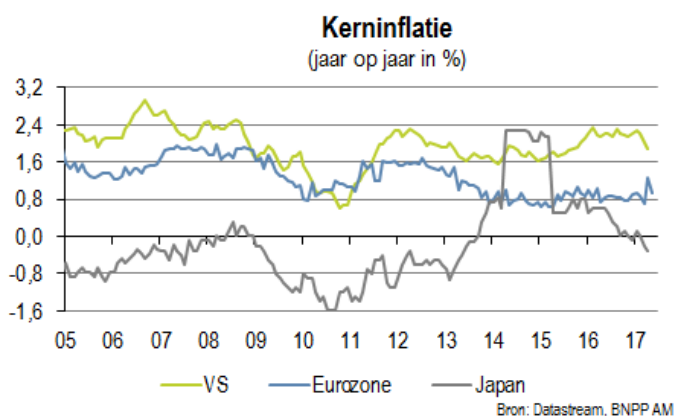
BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

The asset manager
for a changing
world

maar neutraal in aandelen. In vastgoed verschoven we onze overweging van Europa naar de VS.

CENTRALE BANKEN HOUDEN KOERS

De inflatie is recent gedaald. In de VS daalde de kerninflatie in april naar 1,9%, terwijl de 'core PCE'-deflator (de favoriete maatstaf van de Amerikaanse Federal Reserve) naar 1,5% wegzakte. Dat was deels een gevolg van tijdelijke factoren, maar wel het traagste inflatietempo sinds december 2015. In de eurozone daalde de kerninflatie in mei naar 0,9% en de CPI van Japan kreeg zowel in maart als april met deflatie te maken. Gemeten naar de swaps op de vijfjarige inflatie binnen vijf jaar, daalden de inflatieverwachtingen zowel in de VS als de eurozone. In China steeg de inflatie op de producentenprijzen in februari naar 7,8% jaar op jaar na vele jaren van deflatie om in april opnieuw naar 6,4% te vertragen. De producentenprijzen volgen de grondstoffenprijzen doorgaans op de voet en dat was deze keer slechts licht anders: de prijzen zijn meer gestegen dan de grondstoffenprijzen kunnen verklaren. De onderliggende trend was echter niet sterk. Bovendien stegen de prijzen voor basisconsumentengoederen met slechts 2,1% in april.



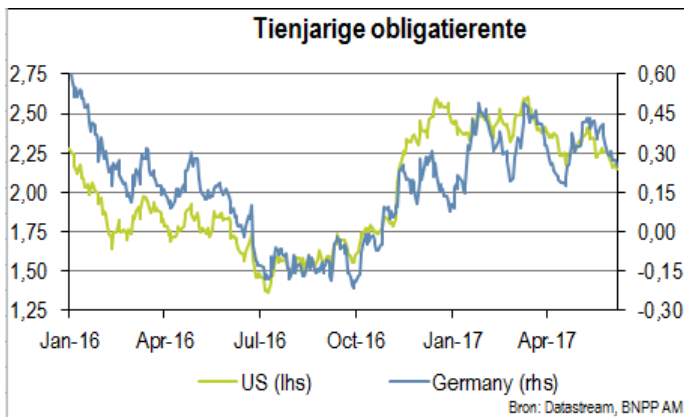
Dat toont volgens ons aan hoe lastig het is om de inflatie aan te wakkeren. Zelfs in de VS en Japan waar de werkloosheid historische laagte records benadert, bleef de looninflatie beperkt. Daar zijn meerdere redenen voor. Eén reden is dat er nog altijd overcapaciteit is in de economie wat het prijszettingsvermogen van producenten en het vermogen van werknemers om hogere lonen te eisen aan banden legt. Toch lijkt enige loongroei aannemelijk in de VS en Japan in het licht van hun gezonde arbeidsmarkt. Mogelijk willen bedrijven geen hogere lonen betalen zolang de productiegroei zwak is. Bovendien is er misschien felle buitenlandse concurrentie, terwijl de binnenlandse concurrentie verscherpt door de internethandel die het voor consumenten zoveel gemakkelijker maakt om de prijzen te vergelijken. Volgens ons heeft het reflatieverhaal hoe dan ook aan kracht ingeboet.

Toch lijken de centrale banken hun beleid niet te wijzigen. Een aantal beleidsmakers bij de Federal Reserve (Fed) is bezorgd over de lagere inflatie en opperde dat het rentepad moet worden bijgesteld als dit voortduurt. De meerderheid hield echter vast aan het standpunt dat er dit jaar nog twee renteverhogingen komen. Tijdens de vergadering van het Federal Open Market Committee (FOMC) in mei kwamen de beleidsmakers overeen om de balans van de Fed geleidelijk af te bouwen door gaandeweg minder schuld papier door te rollen. Dat betekent dat de Fed allengs minder schulden zou moeten herbeleggen. Uit de notulen van de vergadering blijkt dat nagenoeg alle beleidsmakers ermee instemden om nog dit jaar te starten met de afbouw van de posities in schuld papier als de economische groei inderdaad aan de verwachtingen beantwoordt.

Bij de ECB gingen er stemmen op voor een hardere aanpak, maar volgens ons wil de bank zich er nog altijd eerst van vergewissen dat de risico's voor de economie nu in evenwicht zijn. Momenteel oordeelt ze dat er meer dalingsrisico's zijn, maar volgens ECB-voorzitter Draghi zijn de vooruitzichten verbeterd. Ook moet de ECB eerst nog haar verwijzing naar 'een lager rente indien noodzakelijk' laten vallen in haar beleidsintenties. Die wijzigingen kunnen er snel komen, waarna de ECB kan aankondigen dat ze haar activa-aankopen wil afbouwen. Mogelijk komt dat proces volgend jaar op gang. Voor een renteverhoging is het misschien wachten tot ver in 2018.

De Bank of Japan (BoJ) hield vast aan haar nulrentebeleid voor tienjarige obligaties, terwijl China de strijd tegen schaduwbankieren voortzet en de rente verder verhoogt.

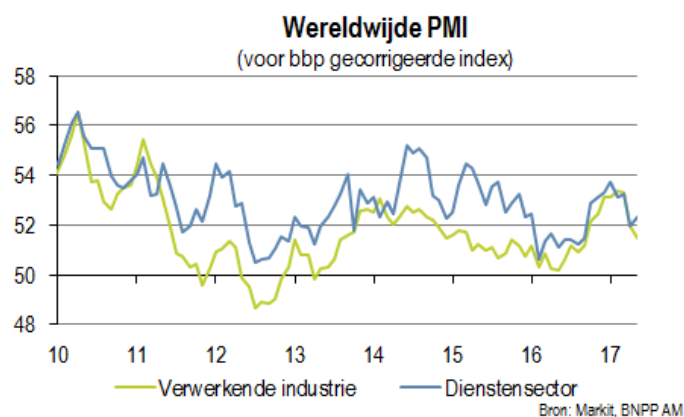
Een lagere inflatie en centrale banken die hun buitengewone monetaire stimulansen geleidelijk afbouwen of dat binnenkort willen doen, bleven niet zonder gevolgen voor de obligatiemarkten. Voeg aan die mix nog de politieke onzekerheid in de VS, de eurozone en het Midden-Oosten toe en het is meteen duidelijk waarom de obligatierente daalde. De Amerikaanse tienjarige obligatierente doorbrak de onderkant van zijn recente handelsbandbreedte. De Duitse rente op tienjarig papier daalde naar de onderkant van de bandbreedte. De spread tussen de twee- en tienjarige rente in de VS daalde onder de niveaus die we voor de Amerikaanse presidentsverkiezingen in november vorig jaar zagen.



Aandelen gaven amper een krimp. Mogelijk volstond het vooruitzicht van een 'goldilocks'-scenario met een degelijke groei, lage inflatie en lage rente om de rally in stand te houden. Financiële waarden bleven hierdoor achter bij de markt, hoewel energie het nog slechter deed omdat de olieprijs daalden.

GROEI: VERANDERING OP KOMST?

De wereldwijde inkoopmanagersindices (PMI's) blijven op positieve verwachtingen voor de wereldeconomie wijzen. Onze voor bbp gecorrigeerde samengestelde PMI steeg in mei naar 53,4, zijn hoogste niveau sinds januari 2014. Dat was vooral aan de samengestelde PMI's van de landen uit de eurozone te danken. Als we wat verder kijken dan het recente nieuws, zien we een aantal subtiele wijzigingen. De dienstensector lijkt het erg goed te doen in de meeste landen waarvoor die cijfers beschikbaar zijn. Grote uitzondering is Brazilië waar de index onder de 50 dook. De PMI's van de verwerkende industrie die voor een veel groter aantal landen beschikbaar zijn, daalden echter licht in de ontwikkelde economieën en de opkomende markten. De Chinese officiële index van de verwerkende industrie hield goed stand na een daling in april, maar die van Markit daalde onder de 50 wat de bezorgdheid van de markt over de verwachtingen voor China aanwakkerde.

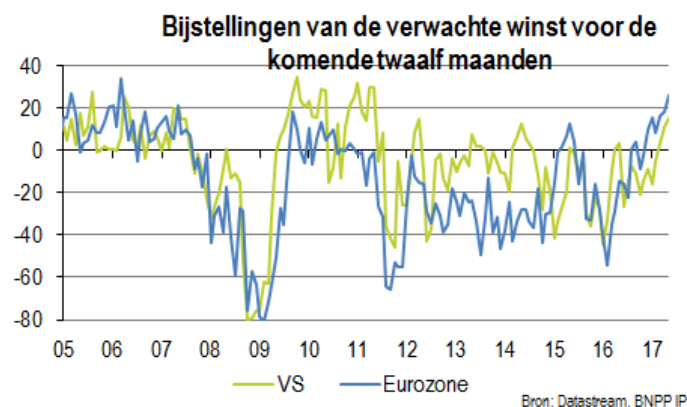


Ongeacht de beschikbaarheid van de cijfers kan een verschuiving van de verwerkende industrie naar de

dienstensector gevolgen hebben. De groei van de handel, die recent versnelde en een rol speelde in het reflatieverhaal, kan weer vertragen. Er zijn prille signalen dat dit in de opkomende markten al gebeurt. Dat kan een impact hebben op de industriële productie die voor groei in hogere mate van de conjunctuur afhankelijk is dan de dienstensector. In de eurozone zijn de voorlopige indicatoren uitermate sterk, terwijl de rugwind voor de economie zoals de forse daling van de energieprijzen en de euro in 2014 die de groei stuwde in 2015 en 2017 afneemt. De banengroei in de VS viel tegen in mei, terwijl de orders en het transport van duurzame goederen er nu al twee maanden per saldo pas op de plaats maken. We willen niet beweren dat er een forse vertraging in de wereldwijde groei op komst is, wel willen we waarschuwen voor overdreven optimisme.

AANDELEN: ONDERWEGING BEÏNDIGD

In onze assetallocatie beëindigden we onze onderweging in aandelen. Die strategie die we al lang aanhielden, drukte het rendement duidelijk, ook al dekten we deze geregeld af met optiestrategieën. Onze fundamentele standpunten voor aandelen zijn hoe dan ook niet gewijzigd. We vinden aandelen duur, vooral in de VS. Op basis van een aantal waarderingmaatstaven liggen de Amerikaanse waarderingen nu meer dan één standaarddeviatie boven hun vijf- of langjarige gemiddelde. Als we naar de voorlopige koerswinstverhoudingen (KW's) kijken en deze tegen het licht van de nominale of reële rente houden, moeten we hetzelfde concluderen: de aandelenprijzen houden rekening met een positief groei- en inflatiescenario. Beleggers in aandelen lieten de hoge waarderingen niet aan hun hart komen waardoor aandelen verder stegen. De naar boven bijgestelde winstverwachtingen boden steun.



Volgens ons zijn de winstverwachtingen te hoog, vooral in het VK. Daarom bleven we onderwogen in Britse aandelen vergeleken met de eurozone. Deze strategie deed het aanvankelijk goed, maar onzekerheid over de algemene verkiezingen en tekenen dat de economie

vertraagt, ondermijnden de sterling wat in feite gunstig was voor Britse aandelen. In onze assetallocatie zijn we nu neutraal voor de VS en Japan, overwogen voor de eurozone en onderwogen in het VK.

OVERWEGING IN VASTGOED VERSCHOVEN VAN EUROPA NAAR VS

In vastgoed namen we winst op onze overweging in Europa. In een aantrekkende economie met een nog altijd lage rente had de beleggingsklasse het goed gedaan. Omdat vastgoed uit de eurozone nu nog duurder

lijkt in het licht van zijn netto-inventariswaarde besloten we om winst te nemen. In de VS lijken de waarderingen aantrekkelijk en zou de vraag verder moeten aantrekken dankzij de robuuste arbeidsmarkt en andere indicatoren van de vraag. Het nieuwe aanbod is beperkt wat de beleggingsklasse eveneens de wind in de zeilen moet geven. Hogere rentes zijn een risico, maar op basis van de zojuist vermelde positieve factoren zijn we bereid om dat risico te nemen.

ASSETALLOCATIE¹

Multi-asset	Active weights		Δ active weight	Fixed income	Active weights		Δ active weight
	May-17	Jun-17			May-17	Jun-17	
Equities	●	●	↑	Euro govies	●	●	—
Duration	●	●	↑	Euro short dated	●	●	—
Investment Grade	●	●	—	US Govies	●	●	—
High yield	●	●	—	Inflation linked (EUR)	●	●	—
Emerging market debt hard currency	●	●	—	Investment grade (EUR)	●	●	—
Emerging market debt local currency	●	●	—	High Yield (EUR)	●	●	—
Real estate	●	●	—	Investment grade (USD)	●	●	—
Convertibles	●	●	—	High Yield (USD)	●	●	—
Commodities	●	●	—	Emergin market debt hard currency	●	●	—
Cash	●	●	↓	Emergin market debt local currency	●	●	—

Equities	Active weights		Δ active weight	Foreign exchange	Active weights		Δ active weight
	May-17	Jun-17			May-17	Jun-17	
European large caps	●	●	↑	AUD	●	●	—
European small caps	●	●	—	CAD	●	●	—
US large caps	●	●	↑	CHF	●	●	—
US small caps	●	●	—	DKK	●	●	—
Japan	●	●	↑	EUR	●	●	—
Emerging markets	●	●	—	GBP	●	●	—

Real estate	Active weights		Δ active weight
	May-17	Jun-17	
European real estate	●	●	↓
US real estate	●	●	↑
Asian real estate	●	●	—

Real estate	Active weights		Δ active weight
	May-17	Jun-17	
European real estate	●	●	↓
US real estate	●	●	↑
Asian real estate	●	●	—

Foreign exchange	Active weights		Δ active weight
	May-17	Jun-17	
AUD	●	●	—
CAD	●	●	—
CHF	●	●	—
DKK	●	●	—
EUR	●	●	—
GBP	●	●	—
HKD	●	●	—
JPY	●	●	—
NOK	●	●	—
NZD	●	●	—
SEK	●	●	—
SGD	●	●	—
USD	●	●	—
EM FX	●	●	—

KEY

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

¹ De tabellen tonen nettoposities vergeleken met de benchmark binnen de modelportefeuille van Multi Asset Solutions. 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:**Neutraal**

Gewijzigd. Op basis van enkele fundamentele factoren blijven we voorzichtig. Volgens ons zijn aandelen duur en de winstverwachtingen hoog. De markten negeerden dit echter en met een positief winstmomentum in de eurozone en een stijgend aantal analisten die hun verwachtingen voor die regio en voor de VS naar boven bijstellen, zien we geen onmiddellijke reden voor een dalende trend in aandelen uit de ontwikkelde landen. De consensusverwachting voor de winstcijfers van Britse bedrijven vinden we echter te hoog. Op basis van de positieve factoren voor de eurozone, waaronder de economische cyclus, het monetaire beleid, het winstmomentum en winstbijstellingen evenals het marktmomentum, zijn we overwogen in aandelen uit de eurozone versus het VK. We zijn neutraal voor de VS en Japan.

Smallcapaandelen:**Neutraal**

Ongewijzigd. Europese smallcaps stegen gestaag in lijn met largecaps, maar in de VS bleven smallcaps sinds begin dit jaar achter bij largecaps na hun sterkte volgend op de Amerikaanse presidentsverkiezingen. Op basis van verschillende waarderingsmaatstaven worden smallcaps zowel in de VS als in Europa met een premie verhandeld tegenover largecaps. In de VS is het winstmomentum verzwakt.

Staatsobligaties:**Short duration**

Gewijzigd. Lager dan verwachte inflatiecijfers deden vragen rijzen over het reflatieverhaal. Daardoor daalde de rente op Amerikaans schatkistpapier onder de handelsbandbreedte die al sinds de Amerikaanse presidentsverkiezingen gold. Een hogere rente in het korte eind van de curve na de recente renteverhoging door de Fed en het vooruitzicht van een nog krasser beleid maken de curve vlakker. In Duitsland zien we vergelijkbare ontwikkelingen, maar in beperktere mate. Door het politieke risico in Italië zijn de spreads er verder uitgelopen naar meer dan 200 bp vergeleken met de Bund. Op basis van de per saldo lage obligatierentes in het licht van de reële groei en inflatie zijn we structureel short duration. We sloten onze tactische short duration in de Bund nadat de rente begin mei was gestegen. We name ook winst op onze longpositie in Gilts versus Bunds nadat de spreads waren ingelopen terwijl de macro-economische factoren wat gunstig waren geworden voor Bunds.

Investment-grade bedrijfsobligaties:**Neutraal**

Ongewijzigd. De risicospreads bleven laag in de VS en Europa. De macro-economische cijfers zijn volgens ons globaal genomen positief voor deze beleggingsklasse. Het aantal wanbetalingen is beperkt, de kredietvoorwaarden verbeteren verder en de obligatierente blijft al met al historisch laag. De lage obligatierente kan nu echter een asymmetrische beloning meebrengen. Trekt de wereldeconomie aan en stijgt de inflatie, dan kan de rente op staatspapier stijgen waardoor de rente op investment-grade obligaties eveneens omhoog gaat. Vertraagt de economie, dan kunnen de spreads op bedrijfsobligaties uitlopen en de obligatierente omhoog stuwten.

Hoogrentende obligaties:**Onderwogen**

Ongewijzigd. De spreads zijn zo ver ingelopen dat we Amerikaanse hoogrentende obligaties duur vinden in het licht van ons macro-economische 'redelijke waarde'-model. Het verschil tussen de spreads in ons model en de feitelijke spreads heeft extreme niveaus bereikt. Tegelijk zijn de fundamentele factoren van bedrijven zoals de schuld niveaus en rentebetalingen vergeleken met de winsten of cashflows verslechterd. De huidige spreads bieden volgens ons onvoldoende compensatie voor de risico's zoals een hogere inflatie en rente of druk op de wereldwijde groei door protectionisme of een groeivertraging in China.

Obligaties uit de opkomende landen:**Neutraal**

Ongewijzigd. We zijn onderwogen in schuld papier uit de opkomende markten in harde valuta's, maar overwogen in die in lokale valuta's. Volgens ons zijn de staatsbegrotingen niet veel verbeterd wat de relatief lage spreads op schuld papier in harde valuta's niet rechtvaardigt. Wij vinden de waarderingen aantrekkelijker in obligaties in lokale valuta's. Blijven de opkomende valuta's stijgen, dan zou dat gunstig moeten uitpakken voor obligaties in lokale valuta's. De centrale banken van enkele landen die veel obligaties uitgeven verlagen momenteel de rente wat obligaties in lokale valuta's eveneens zou moeten steunen.



Vastgoedaandelen:	Overwogen
<p>Gewijzigd. Na de sterke rendementen van Europees vastgoed waren de waarderingen volgens ons extreem hoog geworden. Daarom namen we winst op onze overweging. In de VS vinden we de waarderingen minder hoog en zelfs positief, terwijl het evenwicht tussen vraag en aanbod er gunstig lijkt. Een stijgende basisrente en obligatierente vormen een risico voor de beleggingsklasse dat we momenteel bereid zijn te nemen in het licht van de positieve factoren. Deze strategie versus staatspapier zou het renterisico in vastgoed moeten beperken.</p>	
Grondstoffen:	Neutraal
<p>Ongewijzigd. De olieprijsen blijven turbulent. Sinds eind februari bewegen de prijzen voor een vat Brent-olie tussen 45,50 en 51 USD. De overeenkomst van de OPEC om de productie te verlagen lijkt stand te houden, maar de productie van schalieolie in de VS stijgt en de Amerikaanse voorraden zijn hoog. Daarom vragen beleggers in grondstoffen zich recent af of de OPEC-overeenkomst volstaat om een bodem onder de prijzen te leggen. Wij verwachten dat de markten op termijn evenwichtiger worden, maar de negatieve carry op de beleggingsklasse en de groeirisico's in China houden ons tegen om naar een overweging over te stappen.</p>	

DISCLAIMER

Dit materiaal is uitgegeven door BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. (adres: Postbus 71770, 1008 DG Amsterdam).

Dit materiaal 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.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor drukfouten. De in dit materiaal opgenomen opinies zijn het oordeel van BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. op het gespecificeerde moment en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT Nederland N.V. is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van de beleggingen fluctueert met de koerswijzigingen van de effecten waarin wordt belegd. 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. Bij aan- en verkopen worden kosten in rekening gebracht.