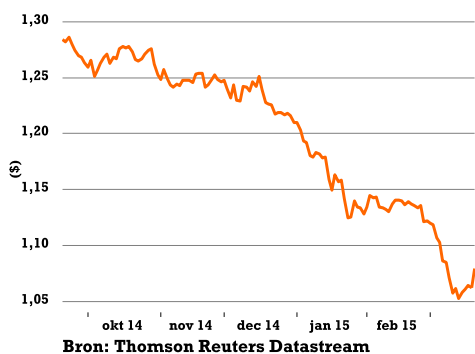


Waardeontwikkeling euro/dollar



Duurdere dollar: hogere koersen in euro's

Beleggers die in euro's rekenen, hebben over het algemeen een goede start van het jaar gehad. Wie in dollars rekt, heeft veel minder goede rendementen. De oorzaak is uiteraard de waardedaling van de euro ten opzichte van de dollar. Deze waardedaling versnelde medio december en na de aankondiging van het grootschalige obligatieopkoopprogramma van de ECB eind januari. Sinds begin 2015 is de euro zo'n 10% minder waard geworden ten opzichte van de Amerikaanse dollar.

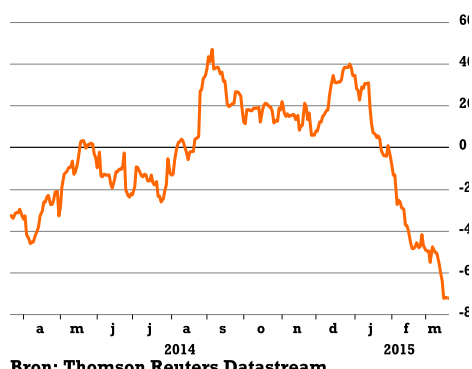
Wereldwijde groei op schema

Een belangrijke factor voor de financiële markten is het feit dat de wereldwijde groei lijkt door te zetten. Ondanks verschillende gebeurtenissen in het begin van dit jaar, zoals de strijd in Oost-Oekraïne, de financiële crisis in Griekenland en de fors gedaalde olieprijs, lijkt de economische groei intact. Maar er zijn wel grote verschillen tussen (en binnen) de verschillende regio's. Van de ontwikkelde regio's trekt de Europese economie verder aan, terwijl uit de VS - ondanks de nog sterke groei - juist wat tegenvallende cijfers komen. Ook uit de opkomende markten komen gemengde berichten.

Verskil in beleid centrale banken

De verschillen tussen de regio's worden mede veroorzaakt door verschillend beleid van centrale banken. In Europa voert de Europese Centrale Bank (ECB) een sterk stimulerend beleid. Sinds 9 maart koopt de ECB per maand voor 60 miljard euro staatsobligaties op van landen in de eurozone. Hiermee zorgt de ECB voor extra liquiditeit in het financiële systeem en voor een verdere daling van de marktrenten op Europese staatsobligaties - Griekenland uitgezonderd. Kapitaal wordt hierdoor nog goedkoper in Europa. De centrale bank in de VS (de Fed) zinspeelt juist op een minder stimulerend beleid. De beleidsrente in de VS is al lange tijd zeer laag, wat bijdraagt aan de gestage groei van de economie. De rente kan echter niet oneindig laag blijven. Dat zou een economische zeepbel creëren.

Citigroup Economic Surprise Index



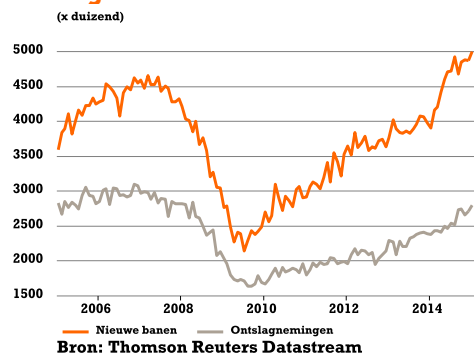
Renteverhoging Fed?

De vraag die beleggers nu al maanden bezighoudt, is: wanneer verhoogt de Fed de belangrijkste Amerikaanse beleidsrente, de federal funds rate? Deze staat al sinds december 2008 op 0%-0,25%. Veel beleggers verwachten dat de Fed dit jaar gaat verhogen, mogelijk al in juni. Het effect van een renteverhoging is dat kapitaal 'duurder' wordt. Dit heeft een remmend effect op de economie. De Fed zal dit dus alleen doen indien zij overtuigd is van de kracht van het Amerikaanse economisch herstel. De afgelopen weken vallen de economische cijfers in de VS enigszins tegen. De Citigroup Economic Surprise Index, een index die de verhouding weerspiegelt tussen verwachte en werkelijke economische data, is de laatste weken sterk gedaald. Een negatief teken, dat de Fed mogelijk voorzichtiger maakt.

Alleen bij structureel positieve cijfers

Veel marktvorsers geven aan dat de neergang in de cijfers van de Amerikaanse economie veroorzaakt kan zijn door de strenge winter. Zo vielen de autoverkoop tegen, zijn er minder nieuwe huizen in aanbouw genomen en kochten consumenten minder dan verwacht. Toch moeten we ons niet te veel laten leiden door de genoemde Surprise Index, het gaat hier immers om de relatie tussen de cijfers en de verwachtingen. Die laatste bleken dus te optimistisch. Dat betekent nog niet dat ook de vooruitzichten slecht zijn. Het belangrijkste signaal hiervoor vinden we in de banencijfers. In de VS stijgt het aantal nieuwe banen nog steeds fors van week tot week. Mensen durven daarnaast ook weer makkelijker ontslag te nemen, omdat ze verwachten dat ze een nieuwe baan kunnen vinden. Dit geeft het toegenomen vertrouwen op de arbeidsmarkt aan. Wij verwachten dan ook dat de Fed de rente over niet al te lange tijd zal verhogen. Het precieze moment hangt af van de economische ontwikkelingen zoals de arbeidsmarkt en de inflatie. We verwachten dat de economie voldoende groeit om een renteverhoging dit jaar te rechtvaardigen.

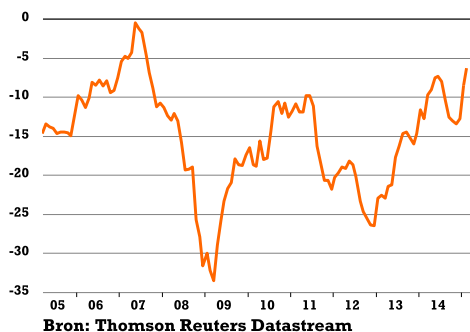
Nieuwe banen en genomen ontslagen



Opkoopprogramma ECB: dalende rentes

De ECB is inmiddels gestart met het opkopen van Europese (staats)obligaties. Dit heeft een duidelijk effect op de Europese markt voor staatsobligaties: hogere koersen en lagere rentes. De marktrente op 10-jarige Duitse staatsobligaties daalde naar een nieuw dieptepunt: 0,19%. De zoektocht van beleggers naar 'direct rendement' (rente, dividend) gaat dan ook onverminderd door. Ook zet dit de koers van de euro/dollar onder druk. Immers: hoe meer euro's er beschikbaar zijn

Consumentenvertrouwen eurozone (EA17)



door de ECB-operatie, hoe lager de prijs van deze munt. Op deze manier leidt het opkoopprogramma van de ECB niet alleen tot lage kosten voor het lenen van kapitaal, maar verbetert het ook de exportpositie van Europese bedrijven. Hoewel we aanvankelijk wat sceptisch waren, lijkt het programma van de ECB in ieder geval op de korte termijn een positief effect te hebben op de financiële markten en de Europese economie.

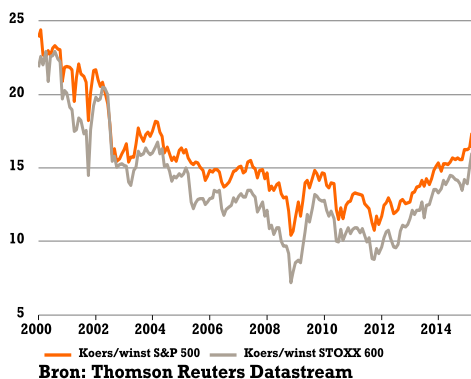
Europese economie trekt verder aan

Het valuta-effect is niet de enige factor die positief is voor de Europese economie. Ook de lage olieprijs is dat. De lage energieprijzen zorgen wel voor deflatie in de eurozone. Daarom zal de ECB ook volharden in haar stimulerende beleid. Maar dit is niet het soort deflatie waar wij ons zorgen over maken. Pas als deflatie structureel wordt (bijvoorbeeld door dalende koopkracht van consumenten) verwachten we sterke negatieve effecten op de Europese economie. Op dit moment houden consumenten door de lage olieprijs juist meer geld over om te besteden aan consumptiegoederen. De index voor het consumentenvertrouwen in Europa is dan ook gestegen naar het hoogste niveau in ruim zeven jaar: -3,7.

Griekse tragedie

De Grieken hadden al in de oudheid een sterk gevoel voor drama. De Griekse tragedie staat bekend als een van meest hoogstaande literaire genres. Een tragedie kent altijd vijf onderdelen: de inleiding, de ontwikkeling, het hoogtepunt, de ommekeer en de ontknoping. In de huidige Griekse tragedie, gevolg van de eurocrisis, naderen we inmiddels het einde van het tweede bedrijf: de ontwikkeling. Met de verkiezingsoverwinning van protestpartij Syriza heeft de crisis rond de staatsschulden van Griekenland zich verdiept. Door de opstelling van de Griekse politieke leiding zijn de verhoudingen tussen Griekenland, Europa en het Internationaal Monetair Fonds (IMF) fors verslechterd. Hoewel zij ferme taal uiten, lijken de Griekse politici zich toch ook te realiseren dat ze zonder hulp van Europa en het IMF niet uit de problemen zullen raken. Als Griekenland in de eurozone wil blijven dan moet er een overeenkomst gesloten worden. Over ongeveer twee weken heeft het land een nieuwe lening nodig. Het hoogtepunt van dit drama lijkt dan ook te naderen, waarna een ommekeer en ontknoping moeten volgen. Zoals het hoort bij een goed drama kennen ook wij de afloop niet, maar we houden er zowel rekening mee dat de Grieken de eurozone verlaten als dat ze erin blijven. Zolang de ontknoping echter nog niet in zicht is, leidt de crisis vooralsnog alleen tot stijgende rentes op Griekse obligaties en meer volatiliteit op de beurzen.

Koers/winstverhouding VS & Europa



Aandelen: goede resultaten

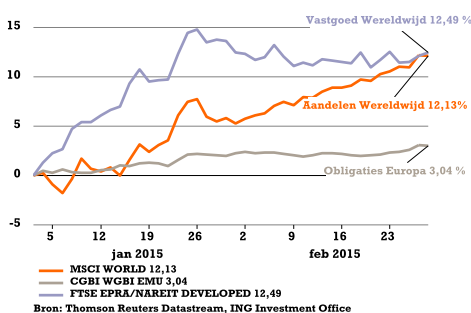
Zoals gezegd: beleggers die in euro's rekenen, behaalde tot nu toe een goed rendement. Maar om de stijging van de beurskoersen te funderen, moeten de winstverwachtingen van bedrijven meestijgen. Die winstverwachtingen blijven echter enigszins achter, met als resultaat dat aandelen wat de verhouding tussen de koers en de winst (k/w) betreft, nu boven hun langjarig gemiddelde noteren. Voor Europese aandelen (Eurostoxx 600 Index) ligt deze verhouding nu op 16 en daarmee boven het gemiddelde over de afgelopen vijftien jaar van 13,8. De k/w van Amerikaanse aandelen (S&P 500 Index) ligt met 17 boven het gemiddelde over de afgelopen dertig jaar (14,9). Deze stijging kan duiden op de vorming van een zeepbel op de aandelenmarkten. Relatief tot andere beleggingen is de prijs van aandelen echter nog steeds aantrekkelijk. Dit komt vooral door de sterk gedaalde rentes op obligaties. Hierdoor is risicopremie op aandelen (het winstrendement min de reële obligatierente) nog steeds aantrekkelijk te noemen. Onderliggend zijn er ook voldoende redenen om vooral voor de langere termijn positief te blijven over aandelen. Dat neemt niet weg dat we op korte termijn te maken kunnen krijgen met toenemende beweeglijkheid op de financiële markten. We krijgen namelijk steeds meer signalen van oplopende spanningen.

Obligatiemarkten: dieptepunt lijkt bereikt

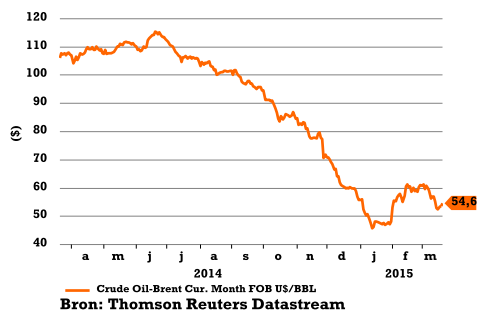
De obligatiemarkten blijven in het teken staan van het beleid van de centrale banken. De Fed heeft haar stimuleringsbeleid goeddeels teruggedroefd, maar de ECB en de centrale bank van Japan stimuleren juist sterker. Er blijft voldoende liquiditeit beschikbaar op de financiële markten om de effectieve rendementen op obligaties laag te houden. De Amerikaanse tienjarige obligatierente lijkt de bodem begin februari te hebben bereikt. De rente loopt inmiddels op dankzij een stabilisatie van de olieprijs, sterke cijfers over de Amerikaanse arbeidsmarkt en de verwachting van een eerste renteverhoging van de Fed. Omdat er nog steeds een sterke positieve correlatie is tussen de Duitse en Amerikaanse 10-jaarsrentes,

Rendement beleggingscategorieën

(% in euro's)



Olieprijs (per vat Brentolie)



achten wij het goed mogelijk dat de rente op Duitse staatsobligaties op de middellange termijn ook licht zal oplopen. Veel beleggers kiezen risicovollere categorieën en obligaties met langere looptijden om toch nog wat rendement te realiseren. Obligatiecategorieën als hoogrentende bedrijfsobligaties profiteren hiervan. We laten onze onderweging van staatsobligaties dan ook intact en de overweging van hoogrentende bedrijfsobligaties eveneens.

Vastgoedaandelen: neutraal gewogen

We handhaven de neutrale weging van vastgoedaandelen in onze beleggingsstrategieën. Het sterke herstel van de koersen van vastgoedaandelen in de afgelopen periode laat naar onze mening weinig ruimte over voor outperformance in de komende maanden. Deze kan iets onder druk komen wanneer de rentes iets oplopen.

Grondstoffen neutraal gewogen

Op dit ogenblik zien we een zwakke vraag naar grondstoffen. De wereldeconomie groeit relatief langzaam, terwijl er veel aanbod van grondstoffen is. Veel bedrijven hebben geïnvesteerd in het vergroten van de productiecapaciteit toen de grondstoffenprijzen hoger lagen. We verwachten pas een structurele verandering op de grondstoffenmarkten als vraag en aanbod meer naar elkaar toegroeien. Dat zal zijn óf wanneer de vraag naar grondstoffen toeneemt door een sterkere economische groei, óf als het aanbod van grondstoffen afneemt door vermindering van de productiecapaciteit. Olie is hier op dit moment het beste voorbeeld van. Zolang de Arabische olieproducenten hun productie niet verminderen of de wereldeconomie niet aanmerkelijk sneller gaat groeien, verwachten we dat de olieprijs laag zal blijven. We handhaven onze neutrale weging van grondstoffen.

Meer weten?

Kijk op www.ing.nl/beleggen

**Of volg ons op Twitter via
[@INGnl_IO](https://twitter.com/INGnl_IO)**

Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling, geen beleggingsadvies noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in deze publicatie heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. De waarde van uw belegging kan fluctueren. U kunt uw gehele inleg kwijtraken. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, handelsregister nr. 33031431 Amsterdam en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM). ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V..