

Zwakkere groei, maar geen recessie

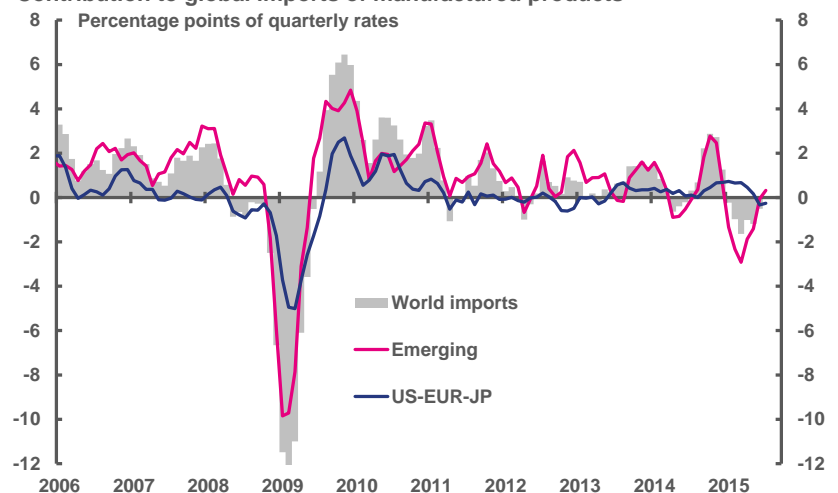
Voeg op korte termijn risicovolle activa toe, maar pas op voor 2016

Hoofdpunten

- **Wijzigingen in asset-allocatie:** we verhogen op korte termijn de bèta van de portefeuille via een hoge weging voor opkomend Azië (inclusief China) en krediet, maar verlagen schuld van de kernlanden in de eurozone tot neutraal. We verlagen ook onze langetermijnweging van aandelen tot neutraal, aangezien het economisch momentum in 2016 naar verwachting zwakker is.
- Na een forse vertraging in het eerste halfjaar stabiliseert de wereldeconomie momenteel. Toch hebben wij door de achterblijvende vraag, vooral in China, onze mondiale bbp-prognose voor 2016 verlaagd van 3,3% naar 3,1%. We beschouwen de recente groeizorgen, die versterkt zijn door de voorzichtige toon van de Fed in september, als overtrokken.
- Hoewel de consumptie in de VS op positief terrein blijft, zal de zwakkere wereldwijde vraag doorwerken in de productiesector. We verwachten nu een groei in de VS van 2,2% in 2016.
- De Chinese economie vertraagt in lijn met de plannen van de overheid, maar is niet in een vrije val. De meest recente handelscijfers bieden enkele sprankjes hoop en China beschikt over de beleidsinstrumenten om een forsere vertraging het hoofd te bieden.
- De vertraging in opkomende markten heeft slechts een geringe impact gehad op de eurozone, waar voornamelijk sprake is van binnenlands herstel. Het VW-schandaal in Duitsland mag echter niet licht worden opgevat, gezien het grote belang van de auto-industrie.

Wereldhandel vertoont tekenen van verbetering

Contribution to global imports of manufactured products



Bronnen: Central Planning Bureau en AXA IM Research

Aanbevolen asset-allocatie

Global allocation	Short term (3-6M)	Medium term (12-24M)
Cash	●	= ▲
Equities	●	= ▼
Government bonds	=	●
Credit	▲ ●	=

▲/▼ Changes of the month

Bron: AXA IM Research

Markten switchen van okay naar slecht

De correctie van risicovolle activa hield aan in de afgelopen maand: met name wereldwijde aandelen daalden met nog eens 2% (MSCI World, in US\$). Volgens ons hangt dit samen met de switch die de markten hebben gemaakt van een scenario met gematigde maar stabiele groei naar een scenario waarin de economie pas op de plaats maakt met het risico van een recessie. De voorzichtige toon van de Fed in september werd als een bevestiging gezien van deze wereldwijde zorgen en verergerde de spanning in de markten.

Onze mening is evenwel dat deze vrees overdreven is. Er zijn inderdaad redenen voor voorzichtigheid ten aanzien van de wereldeconomie op middellange termijn, maar wij achten een recessie op korte termijn onwaarschijnlijk. Aan de basis van de huidige onzekerheid staat China: wij denken dat de zwakte aldaar grotendeels achter ons ligt.

China in het middelpunt van het debat

Sinds de zomer **staat het Rijk van het Midden in het middelpunt van het debat.** Wat als een forse correctie van de aandelenmarkten begon, verspreidde zich als een veel grotere groei- en vertrouwenscrisis in China en de opkomende markten. In het bijzonder de verkeerde aanpak van de ontwrichting op de aandelenmarkten en de slechte communicatie over het gewijzigde wisselkoersregime gaven de markten reden tot bezorgdheid over de geloofwaardigheid van de Chinese autoriteiten en hun vermogen om de ontwikkelingen in goede banen te leiden.

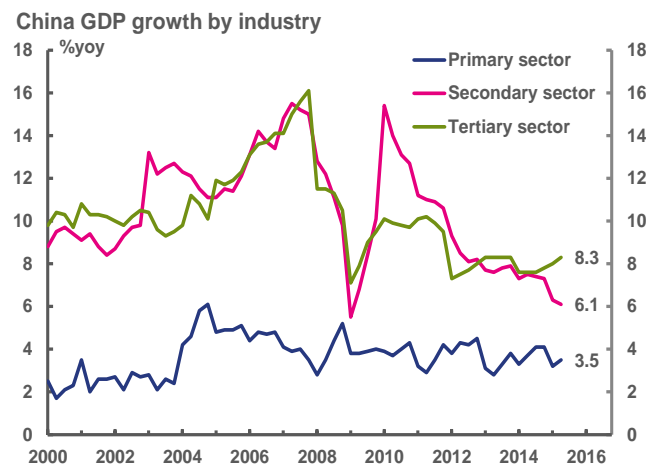
Volgens ons **was er vooral in het eerste halfjaar sprake van economische zwakte in China.** We verwachten dat de groeicijfers neerwaarts worden bijgesteld en meer in lijn zullen komen met wat andere indicatoren, vooral de grote daling van de import, ons destijds vertelden. Een belangrijke reden voor de zwakte was waarschijnlijk het falen van de budgettaire maatregelen ter stimulering van de economie.

De meest recente economische indicatoren geven gemengde signalen af over de economische situatie en wijzen op een fragiele omgeving. **Wij verwachten evenwel eind 2015, begin 2016 stabilisering.** Ten eerste is de tijdelijke stagnatie als gevolg van de 70-ste dag-van-de-overwinningssparade van voorbijgaande aard. Voorts zullen de economische beleidsmaatregelen, zowel budgettair als monetair, de economie steunen. Tot slot denken we dat de hoogfrequente gegevens die door de markt worden gevolgd, de huidige zwakte overschatten door de focus op het 'oude China' (industrie en handel) in plaats van het 'nieuwe China' (diensten, *Figuur 1*).

Al met al hebben we daarom twee overtuigingen. **De Chinese economie vertraagt in lijn met de plannen van de overheid, maar is niet in een vrije val.** De overgang van het ene economische model naar een ander kan met horten en stoten gepaard gaan, en de neerwaartse risico's zijn reëel, maar volgens ons ligt dit proces min of meer op schema. We verlagen onze

groeiprognoze voor 2016 licht tot 6,2%. **China heeft nog steeds voldoende vangnetten om eventuele economische tegenvallers het hoofd te bieden.** Vandaar dat wij het recessierisico klein achten. Het begrotingsbeleid en vooral het monetaire beleid kunnen verder worden ingezet. In feite verwachten we tegen einde jaar meer monetaire verruiming. Het is niet waarschijnlijk dat de Chinese autoriteiten een forse depreciatie van de RMB toelaten, gezien de hoeveelheid schuld in vreemde valuta's in de private sector. Zouden de kapitaaluitstromen aanhouden, dan zullen naar verwachting de deviezenreserves worden aangesproken.

Figuur 1
'Nieuw China' houdt zich goed



Bronnen: China Bank Savings en AXA IM Research

Opkomende markten in de vuurlinie

De correctie in opkomende markten is door China op verschillende niveaus geïnitieerd: opkomend Azië lijdt onder de zwakkere vraag van de grote buur, en veel landen, waaronder Maleisië en Singapore, staan op de rand van een recessie. Maar omdat de wereldhandel tekenen van herstel vertoont, wat samenhangt met de elektronicyclus, zou de buitenlandse vraag in Azië in de nabije toekomst moeten normaliseren. Tegelijkertijd heeft de daling van de grondstoffenprijzen de druk verhoogd op exporteurs van grondstoffen.

De scheidslijn tussen consumenten en producenten van grondstoffen in de opkomende markten resulteert in een opmerkelijke divergentie in monetair beleid. Lage grondstoffenprijzen leiden tot neerwaartse druk op valuta's, wat zich vervolgens vertaalt in hogere inflatie en bijgevolg verkrapting van het monetaire beleid. Colombia, bijvoorbeeld, heeft al besloten tot een renteverhoging en andere economieën in Latijns-Amerika, zoals Chili en Mexico, zouden wel eens spoedig kunnen volgen. Anderzijds zal de mildere druk op valuta's in Azië (uitgezonderd Maleisië) de centrale banken in deze regio in staat stellen om de rente te verlagen ter stimulering van de economie (Zuid-Korea, Thailand, de Filipijnen en Singapore).¹

¹ Yao, A., [India: frontloading rate cuts to provide a larger support](#), AXA IM Research, 29 september 2015.

Opkomende markten hebben te kampen met nog meer tegenwind, waardoor onze voorzichtige visie wordt gesteund. Ten eerste **is er sprake van politieke instabiliteit in een aantal landen**. Brazilië zit al enige tijd in een politieke impasse en budgetoverschrijdingen hebben afgelopen maand geleid tot een afwaardering tot junk door S&P. De aanstaande verkiezingen in Turkije en Polen zullen waarschijnlijk geen marktvriendelijke uitkomst hebben. Ten tweede **werkt de verwachte beleidsnormalisering in de VS nog steeds door in de opkomende markten, in de vorm van kapitaaluitstromen en zorgen over de hoge schuld niveaus in harde valuta's**.

Tegen deze achtergrond **lijkt opkomend Europa een oase van stabiliteit**, met een geringe blootstelling aan China en afgeschermd tegen financiële turbulentie door de ECB. Helaas speelt het recente Volkswagen-schandaal onheil voor de Tsjechische Republiek, Hongarije en Polen, waar grote leveranciers van de Duitse autofabrikanten zijn gevestigd.

Fed laat opkomende markten niet onberoerd

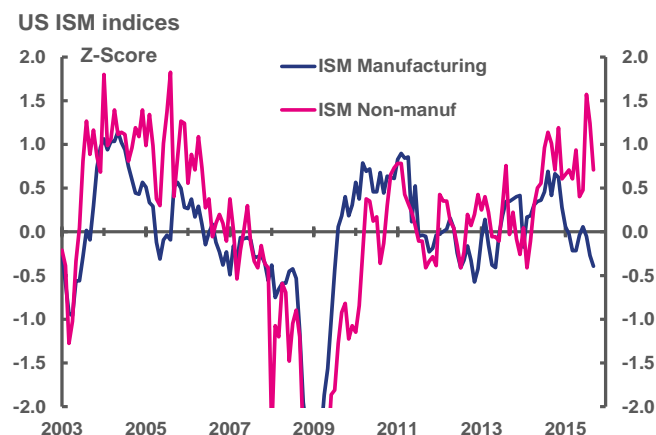
De onzekerheid was ongewoon groot in de aanloop naar de vergadering van de Fed in september; een aantal FOMC-leden droeg bij tot de verwarring door te stellen dat het erom gespannen had. Terwijl de markt een renteverhoging met een voorzichtige toon of behoud van de status quo met een hardere toon verwachtte, verraste de centrale bank door de rente ongewijzigd te laten én een voorzichtige toon aan te slaan. Vis-à-vis onzekerheid buiten de VS, lage inflatie door de grondstoffenprijzen, appreciatie van de dollar en een nog steeds zwakke loongroei, bleef de FOMC bij de verwachting dat de eerste renteverhoging einde jaar zou volgen. De meest recent gepubliceerde cijfers hebben de twijfels gevoed over de gevolgen voor de Amerikaanse economie, waardoor het risico van een wederom uitgestelde renteverhoging is toegenomen.

De markt reageerde allesbehalve verheugd over de iets langere periode van goedkoop geld. Integendeel, er volgde een negatieve reactie op de toegenomen bezorgdheid van de Fed over de wereldwijde groei. De aanname was dat de Fed bestaande zorgen en de mogelijke gevolgen voor de Amerikaanse economie bevestigde. De vrees is toegenomen dat de Fed in het geval van economische neergang in de VS over onvoldoende beleidsinstrumenten beschikt om een zwakkere vraag het hoofd te bieden. Tot slot lieten nog eens drie maanden onzekerheid over het Fed-beleid de financiële markten en opkomende economieën niet onberoerd.

We zijn iets optimistischer over de VS dan het overheersende marktsentiment. We verwachten volgend jaar geen versnelling van de economische groei, wel een bescheiden vertraging die deels het gevolg is van de minder gunstige wereldwijde vraag. Een forse neergang achten we onwaarschijnlijk. De productie- en exportsector zijn getroffen door de lagere vraag uit China, Latijns-Amerika en Canada, zoals ook blijkt uit de daling van de ISM/productie in september en de zeer negatieve handelsbijdrage in augustus. Maar we houden

vertrouwen in de binnenlandse steunpilaren van de groei, in het bijzonder de consumentenbestedingen (Figuur 2). Tegen deze achtergrond, **en rekening houdend met de handelsbijdrage, hebben we onze prognose voor de groei van de VS in 2016 herzien van 2,5% tot 2,2% – wat nog steeds neerkomt op gestage groei volgend jaar**.

Figuur 2
Productie VS kwetsbaarder dan diensten



Bronnen: ISM en AXA IM Research

Onze overtuiging dat verdere verbeteringen van de arbeidsmarkt uiteindelijk tot loondruk zullen leiden, brengt ons ertoe **ons scenario van een renteverhoging in december te handhaven**. Een tot stilstand komende overheid begin november lijkt ons onwaarschijnlijk, maar het risico blijft bestaan voor medio december.² Voor volgend jaar voorzien we een ongewoon traag normaliseringstempo, met een *Fed funds rate* die eind 2016 uitkomt op slechts 1%.

Eurozone ongevend

De vertraging in opkomende markten heeft tot dusverre weinig invloed gehad op het Europese herstel. Sentiment en conjunctuurpeilingen blijven positief, terwijl harde cijfers nog steeds wijzen op een gematigde groei in de tweede helft van 2015. Duitsland is het meest gevoelig voor de zwakkere buitenlandse vraag, maar de Duitse handel lijkt voornamelijk sprake is van binnenlands herstel, denken we dat er een veel kwalijker scenario in de VS nodig is om de huidige opleving te doen ontsporen.

Het recente Volkswagen-schandaal heeft waarschijnlijk negatieve gevolgen voor de Duitse en Europese economie, gezien de centrale plaats die de auto-industrie inneemt in de productiesector. De magnitude van de schok is echter hoogst onzeker.³ Al met al hebben we onze groeioprognose voor 2016 licht neerwaarts bijgesteld tot 1,4%.

² Page, D., [US shutdown](#), AXA IM Research, 30 september 2015.

³ Alimi, M., [VW impact on the German economy](#), AXA IM Research, 30 september 2015.

Recessievrees overtrokken...

Het voelt als een déjà vu op de markten. De wereldwijde aandelenmarkten zijn met circa 10% gedaald sinds de piek in mei, de spreads op bedrijfskrediet zijn aanzienlijk opgelopen, de lange rente is gedaald en de volatiliteit is sterk toegenomen. Dreigt een recessie? Ons antwoord luidt: hoogst onwaarschijnlijk.

Het is algemeen bekend dat de rentecurve een uitstekende voorspeller van recessies is.⁴ Toch stellen we ons op het standpunt dat de huidige omgeving, met renteniveaus van 0% aan het korte eind van de curve, deze indicator de facto onbruikbaar maakt. Bovendien zijn in de koersen op de obligatiemarkten hogere renteniveaus ingecalculleerd, zoals gesuggereerd door mediane verwachtingen. FOMC-leden bevestigden deze visie, zij het in mindere mate.

Volgens Gertler/Lown⁵ bieden de spreads van hoogrenderende obligaties ten opzichte van Amerikaans schatkistpapier een goede verklaring voor de huidige conjunctuurcyclus. De gemiddelde spread tijdens de recessies van 1991, 2001 en 2008 was pakweg 1.100bps. Uitgaande van een 'normale' spread (in een groeiomgeving) van 400 tot 500bps, kan het huidige niveau van 660bps moeilijk in verband worden gebracht met een recessie. Ga echter voorzichtig om met deze informatie gezien de asymmetrie van HY-spreads en de daarmee samenhangende regimewijzigingen.

En hoe staat het met de aandelen? Als we uitgaan van een redelijk efficiënte markt, moet de koersontwikkeling een afspiegeling zijn van de verwachte winst of groei. De huidige omzetgroeiervwachting schommelt rond 3% à 4%, ver boven de magere 1% begin en eind 2014.

De correctie in augustus/september heeft een substantieel deel van deze overwaardering geëlimineerd. Toegegeven, het huidige P/E-niveau voor de komende twaalf maanden (16 à 17x) is allesbehalve een koopsignaal. Maar we verwachten niet dat de markten onder de norm zullen handelen na zeven jaar van economische groei en diverse ronden van kwantitatieve verruiming in de VS, Japan en Europa.

Tot slot heeft de volatiliteit een tandje bijgezet. Dit is volledig rationeel gezien de onzekerheid op macro- en microniveau. We hebben al lang de visie dat de volatiliteit zou oplopen, zodra de Fed van haar nul-rentebeleid zou afstappen.⁶ Toch kwam de magnitude van de verandering als een verrassing. Voorzegt dit een recessie? Het eerlijke antwoord is dat we het echt niet weten. Wat we wel weten, is dat de volatiliteit ruim voor een recessie oploopt en zelfs daarna hoog blijft. Inschatting van het tijdstip is echter een oefening vergelijkbaar met koffiedik kijken.

⁴ Hamilton, J.D. & Dong H., [A re-examination of the predictability of economic activity using the yield spread](#), werkdocument 7954, NBER, oktober 2000.

⁵ Gertler, M. & Lown, C., *The information in the high yield bond spread for the business cycle: Evidence and some implications*, werkdocument 7549, NBER, februari 2000.

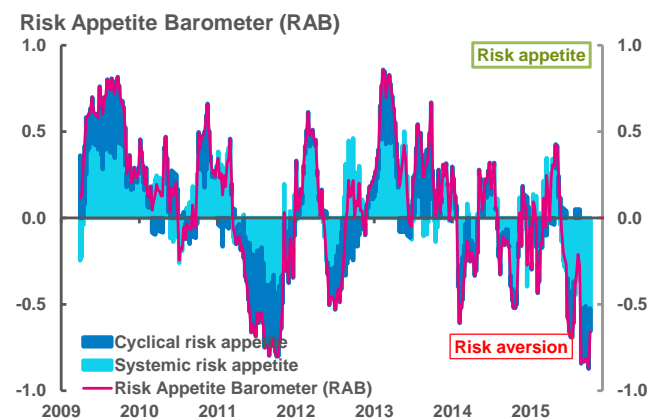
⁶ Argou, Ph., L'Hoir, M. en Signori, O., [Higher volatility is here to stay](#), AXA IM Research, 23 oktober 2014.

Als we de pro's en contra's tegen elkaar afwegen, **blijft blootstelling aan risicovolle activa** volgens ons **gerechtvaardigd op de korte termijn**.

...verhoog de bèta op korte termijn

De recente marktontwikkeling lijkt overdreven. Volgens ons zal groei overheersen. De komende kwartalen zullen een lichte verbetering van het groeimomentum te zien geven, zij het voornamelijk door de zwakke omgeving in het eerste halfjaar van 2015. Ten tweede onderschrijven we niet de mening dat een later dan verwachte renteverhoging door de Fed negatief is. Ten derde zijn de waarderingen in voldoende mate gecorrigeerd: terwijl in juli nog sprake was van P/E's van circa 20x, zijn deze nu door de marktcorrectie teruggebracht tot een meer redelijke 17x. Tot slot denken we dat de aandelenmarkten simpelweg 'oversold' zijn, zoals ook aangegeven door onze RAB-indicator (*Figuur 3*), die momenteel lager staat dan het dieptepunt in oktober 2011.

Figuur 3
RAB blijft dicht bij dieptepunt van 2011



Bronnen: Markit, Bloomberg, Datastream en AXA IM Research

We handhaven weliswaar een hoge weging op korte termijn, maar verwachten dat **wolken zullen samentrekken boven onze langetermijnvisie op aandelen**. Vandaar onze suggestie om de lang gehandhaafde hoge weging terug te brengen. 2016 zal een naar verwachting licht lagere wereldwijde groei te zien geven en de risico's voor 2017 neigen waarschijnlijk neerwaarts, wat wijst op toenemende risico's voor de nu al tamelijk broze omzetgroei. Het zou ons niet verrassen als de omzetverwachtingen, momenteel +4% in de komende twaalf tot achttien maanden, medio volgend jaar naar beneden worden bijgesteld. Bovendien ligt de periode van ultra-lage volatiliteit hoogstwaarschijnlijk achter ons.

Obligaties: verlaag Bunds tot neutraal

Staatsobligaties bleven afgelopen maand beter presteren dan risicovolle activa; dit is toe te schrijven aan zorgen over de wereldwijde groei en een hardnekkig lage inflatie. Het meest recente arbeidsmarktrapport in de VS vergrootte de onzekerheid alleen maar en deed de verwachting van de markt ten aanzien van de eerste renteverhoging door de Fed opschuiven naar begin

2016. Erger nog, de marktverwachtingen voor de langere termijn zijn gedaald. Pakweg 70% van de meest recente daling van de rente op Amerikaans schatkistpapier is het gevolg van een lagere risicovrije termijrente, die grotendeels een afspiegeling is van de marktverwachtingen.

Hoewel de markten nieuwe cijfers aan een grondige analyse zullen onderwerpen om de mogelijke datum van de eerste renteverhoging te kunnen inschatten, is deze benadering volgens ons te kortzichtig. De vraag is of de Fed überhaupt in staat is om de rente te verhogen.

Wij blijven ervan overtuigd dat de combinatie van redelijke groei, zij het een tikkeltje lager dan verwacht, en aantrekkende werkgelegenheid de Fed voldoende redenen aanreikt om in actie te komen en de rente te verhogen. Het tijdstip is minder belangrijk. Als deze verwachting juist blijkt, mag binnen twaalf maanden een hogere rente op Amerikaans schatkistpapier worden verwacht. **Vandaar onze conclusie om op korte termijn voorzichtig te blijven.**

Wat betekent dit alles voor de **voorzichten op langere termijn**? Tenzij we ons macro-economische scenario en dat voor de Fed radicaal herzien, zien we vrijwel geen enkele reden om niet van een lage weging uit te gaan. Een eenvoudige break-evenanalyse laat zien dat een stijging van de rente op Amerikaans schatkistpapier met 25bps toereikend is om het couponrendement van de volgende twaalf maanden weg te vagen.

Door de recente daling van Amerikaans schatkistpapier is de rente op Bunds gedaald tot dicht bij 0,5%, een niveau dat bij afwezigheid van een dreigende recessie of meer kwantitatieve verruiming weinig waarde biedt in de **kernlanden van de eurozone**. **Vandaar onze suggestie om van een hoge weging terug te gaan naar neutraal.**

We **bevestigen echter onze positieve kijk op obligaties van eurolanden in de periferie**. Sinds het hoogtepunt halverwege dit jaar zijn de spreads kleiner geworden en schommelen nu rond 110/120bps. Aanhoudend economisch momentum en verdere aankopen door de ECB zijn de hoofdargumenten die pleiten voor een koopaanbeveling voor deze activa, ondanks hogere volatiliteit nu de algemene verkiezingen in Spanje naderen.

September 2015 was de slechtste septembermaand sinds 2011 en de op drie na slechtste septembermaand in de laatste zeventien jaar. Hoogrenderende obligaties in de VS kregen het met name zwaar te verduren na de FOMC-vergadering, nadat deze sinds de zomercorrectie voornamelijk zijwaarts hadden bewogen. Gezien de voortdurende onzekerheid over het normaliseringsproces, de kans op verdere kwantitatieve verruiming door de ECB en de BoJ, een beladen aanstaand cijferseizoen en specifieke risico's à la VW, blijven de kredietopslagen waarschijnlijk volatiel.

Oktober is doorgaans een goede maand voor met name krediet en hoogrenderende obligaties, zeker als de oktobermisère van 2008 buiten beschouwing wordt gelaten. Bovendien lijken de waarderingen, buiten een recessieperiode, aantrekkelijk. De HY-spreads in de VS

impliceren momenteel een wanbetalingspercentage van 3,3% in de komende twaalf maanden, met – aangenomen – 30% van de spread voor verwachte verliezen en een terugvorderingspercentage van 40%. Dit is lager dan enig wanbetalingspercentage (op jaarbasis) sinds 2000 buiten een recessie. Vandaar onze conclusie dat **hoogrenderende obligaties in de VS waarde bieden.**

Aandelen – korte termijn: vergroot cyclische blootstelling via opkomend Azië; lange termijn: weging VS terugbrengen tot laag

Wat betreft de aandelenmarkten, bevestigen we onze overtuiging dat **Amerikaanse aandelen** – die zeker hebben geprofiteerd van hun status als veilige haven in tijden van verhoogde volatiliteit – **nog steeds voorzichtigheid gebieden**. We neigen nu ook naar **een meer voorzichtige toon voor de langere termijn**. Vooruitblikkend naar 2016 en 2017 zien we een aantrekkende tegenwind. Ten eerste hebben we onze groeiverwachting voor de VS verlaagd tot 2,2%, slechts een fractie boven de potentiële groei, en het zou ons niet verbazen als de groei verder afneemt in 2017. Ten tweede voorzien we over ruim een jaar een omslag in de winsttrend, aangezien de loongroei naar verwachting de productiviteitsgroei zal overstijgen en daardoor de marges zal aantasten. Tot slot denken we dat de financiële condities krappere zullen worden gezien de terugslag van de hoge schuld niveaus, die nu nog volstrekt redelijk zijn.

Vanwege de monetaire steun **handhaven we de hoge weging voor de eurozone en Japan**. We verwachten dat beide centrale banken voor meer kwantitatieve verruiming zullen gaan. Waar het bij de ECB vooralsnog meer bij woorden dan daden zal blijven, kan de BoJ niet tevreden zijn met de meest recente stroom economische cijfers; vandaar onze overtuiging dat gouverneur Kuroda zal kiezen voor meer liquiditeit – hoogstwaarschijnlijk aangekondigd tijdens de vergadering van 30 oktober.

Afgelopen maand **begonnen EM-aandelen beter te presteren** dan hun wereldwijde tegenhangers ondanks toenemende groeizorgen, een negatief winstmomentum en forse uitstromen. De fundamentals zien er inderdaad niet goed uit. Een structureel lagere groei van het nominale wereld-bbp betekent in het beste geval enkelcijferige winstgroei, en de winstmarges blijven naar verwachting zwak, terwijl de bedrijfsschulden zijn toegenomen. Verdere valutazwakke wijst op een verdere toename van de zwakte op de aandelenmarkten, althans vanuit relatief perspectief. De waardering, momenteel 12x de gerapporteerde winst, lijkt het voornaamste argument dat pleit voor opkomende markten.

Toch is het niet alles somberheid wat de klok slaat. Begin juli hebben we de **weging van opkomend Azië** verlaagd tot neutraal; nu is volgens ons de **tijd rijp om weer een tandje bij te schakelen**. De aandelen worden verhandeld tegen 11x de winst, wat in lijn is met een winstgroei die dicht bij nul ligt, maar wel ruimte laat voor positieve verrassingen. Voorts zien we meer bemoedigende signalen die duiden op Chinese groei. En ten slotte verwachten we dat de autoriteiten in deze regio verder gebruik zullen maken van beleidsinstrumenten om

de groei te stimuleren, getuige de verrassende actie van de centrale bank van India.

Risico's

China: een snellere en sterkere vertraging dan verwacht tot onder 6%; politiek wanbeheer van de overgang naar een open markteconomie.

Opkomende markten: toenemende spanning als gevolg van het normaliseringsproces in de VS kan tot versnelde kapitaaluitstromen leiden; de malaise verergert en slaat over naar ontwikkelde economieën.

Terroristische aanslagen wereldwijd, inclusief cyberaanvallen; instabiliteit in het Midden-Oosten en de daarmee samenhangende gevolgen.

Deflationaire krachten overheersen in de eurozone en, nog erger, slaan over naar andere regio's.

Electorale reactie op het economische beleid leidt tot instabiliteit in Europa:

- randpartijen winnen aan populariteit;
- budgettaire divergentie in de eurozone;
- Griekenland treedt weer op de voorgrond.

Slecht uitgewerkte exit-strategieën van de grote centrale banken.

AANBEVOLEN ASSET-ALLOCATIE

Global allocation	Short term (3-6M)	Medium term (12-24M)
Cash	●	= ▲
Equities	●	= ▼
Government bonds	=	●
Credit	▲ ●	=

▲/▼ Changes of the month

Equities	Short term (3-6M)	Medium term (12-24M)
United States	●	● ▼
€ area	●	●
UK	=	●
Switzerland	●	● ▲
Japan	●	=
Latin America	●	●
Emerging Europe	●	●
Emerging Asia	▲ ●	●

▲/▼ Changes of the month

Government bonds	Short term (3-6M)	Medium term (12-24M)
United States	●	●
€ area	●	=
€ core	▼ =	=
€ periphery	●	=
UK	●	●
Japan	=	=
Emerging Markets	=	=
Swap spreads	=	●
Break-even	=	●
United States	●	●
Europe	=	●

▲/▼ Changes of the month

Credit	Short term (3-6M)	Medium term (12-24M)
Corporate credit - US	●	=
Corporate credit - €	●	=
High Yield - US	●	=
High Yield - €	●	=

▲/▼ Changes of the month

Onze overtuigingen

- We blijven pro risico op korte termijn en voegen zelfs risico toe via opkomend Azië. We zullen echter marktrally's aangrijpen om de weging terug te brengen op de langere termijn, omdat winstzwakte gaat overheersen. De waardering (komende 12 maanden) is een steun.
 - Over het algemeen blijven we obligaties van de hand doen, voornamelijk vanwege de vooruitzichten voor Amerikaans schatkistpapier.
 - HY biedt waarde; verhoog de weging van krediet tot hoog.
- =====
- Lage weging VS (korte en langere termijn) aangezien de winstcyclus naar verwachting verder zal verzwakken.
 - Hoge weging voor eurozone- en Japanse aandelen vanwege goede winstgroei (5-10%), redelijke waarderingen en ruime liquiditeit.
 - Onze suggestie: geef opkomend Azië opnieuw een hoge weging vanwege de waarderingen (11x P/E), maar blijf voorzichtig ten aanzien van opkomende markten in het algemeen vanwege dalende winsten; aantrekkelijke waarderingen bieden een comfortabele marge.
- =====
- VS: voorzichtig ten aanzien van looptijdrisico gezien de tekenen van economisch herstel en dalende werkloosheid, met dreigende loongroei en wijzend op een naderende renteverhoging door de Fed.
 - Eurozone: looptijddruk zal in de hand worden gehouden dankzij ECB-liquiditeit en gunstige aanbod-/vraagomgeving.
 - De XXL QQE van de BoJ zal de rente op JGB's erg laag houden.
 - Begin posities in break-evens op te bouwen, eerst in de VS en daarna in de eurozone.
- =====
- Looptijd blijft hoogstwaarschijnlijk minder goed presteren dan spreads/HY.
 - Voorkeur voor kortlopend HY-krediet, vooral in de VS vanwege de opgelopen spreads; eurokrediet zal profiteren van het aankoopprogramma van de ECB.

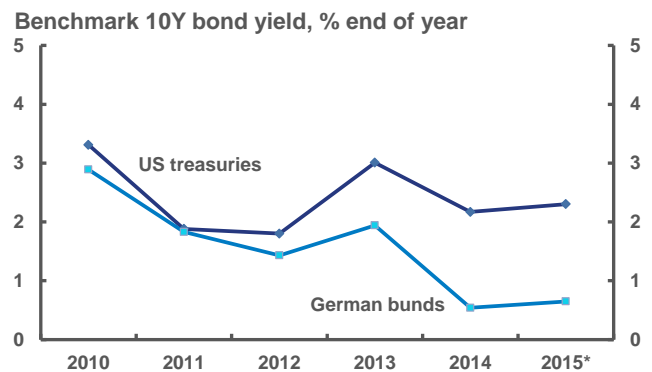
PROGNOSE-OVERZICHT

9 October 2015	2010	2011	2012	2013	2014	2015*	2016*	2017*
Growth								
World GDP RIS (PPP)	5.4	4.2	3.4	3.3	3.4	3.1	3.1	3.0
World GDP RIS (market FX rate)	4.1	3.0	2.4	2.4	3.0	2.7	2.7	2.7
USA	2.5	1.6	2.2	1.5	2.4	2.5	2.2	1.7
Euro area	2.0	1.7	-0.8	-0.2	0.9	1.5	1.4	1.5
UK	1.5	2.0	1.2	2.2	2.9	2.6	2.3	1.7
Japan	4.7	-0.4	1.7	1.6	-0.1	0.6	1.1	1.1
China	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.8	6.3	6.2
Rest of Asia	8.2	5.4	5.4	6.0	6.1	5.5	5.2	5.1
RoW	5.4	4.8	3.6	3.3	3.1	2.2	2.5	2.8
Global trade								
Manufactures goods	14.6	6.0	1.9	2.5	3.3	1.1	2.5	2.7
Inflation								
US	1.6	3.1	2.1	1.5	1.6	0.0	1.2	2.0
Euro area	1.6	2.7	2.5	1.4	0.4	0.1	1.0	1.2
UK	3.3	4.5	2.8	2.6	1.5	0.1	1.1	1.7
Japan	-0.7	-0.4	-0.5	0.0	2.7	0.8	1.3	1.3
Crude oil (Brent), US\$/bbl								
	79.9	111.6	112.0	108.9	99.2	53	50.5	53.5
Interest rates, FX (end of period)								
US								
Fed funds (actual / target)	0.20	0.15	0.17	0.09	0.06	0.38	1.13	2.13
10Y Treasuries yield	3.31	1.88	1.80	3.01	2.17	2.30	2.68	2.97
Euro area								
EONIA	1.00	0.63	0.13	0.17	-0.05	-0.10	-0.1	0.0
10Y Bund yield	2.89	1.83	1.43	1.94	0.54	0.65	1.09	1.52
€1 = ...US\$	1.34	1.33	1.33	1.38	1.21	1.10	1.05	1.07
Japan								
Overnight call rate	0.00	0.10	0.09	0.10	0.05	0.05	0.05	0.05
10Y JGB	1.12	0.99	0.79	0.74	0.33	0.45	0.67	0.90
US\$1 = ... JPY	85	78	76	105	120	125	130	130
€1 = ... JPY	114	104	115	145	145	138	137	139
UK								
BoE base rate	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.8
10Y gilt	3.51	1.98	1.96	3.03	1.76	1.9	2.4	2.8
€1 = ... GBP	0.85	0.86	0.81	0.83	0.78	0.72	0.72	0.70
Switzerland								
O/N	0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	-0.8	-0.5	-0.3
10Y	1.76	0.74	0.45	1.09	0.37	0.0	0.5	0.8
€1 = ... CHF	1.25	1.21	1.21	1.23	1.20	1.08	1.05	1.04

Sources: IMF, Datastream, AXA IM Research

*AXA IM forecasts

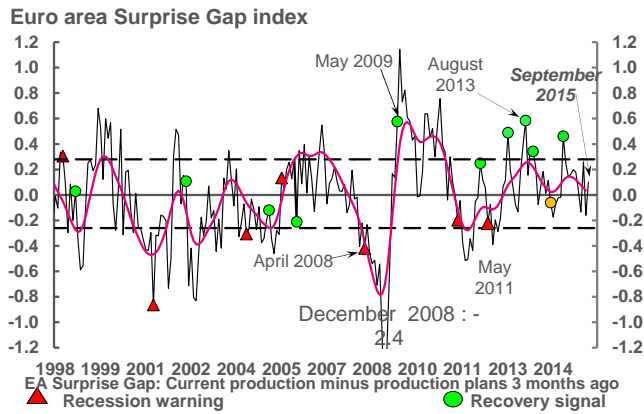
Bronnen: IMF, Datastream, AXA IM Research *Prognoses AXA IM



Deze projecties zijn niet per se een betrouwbare indicatie voor toekomstige resultaten.

SYNOPSIS: SURPRISE GAPS EN RAB

Figuur 4
Surprise gap eurozone: zwevend in de neutrale zone



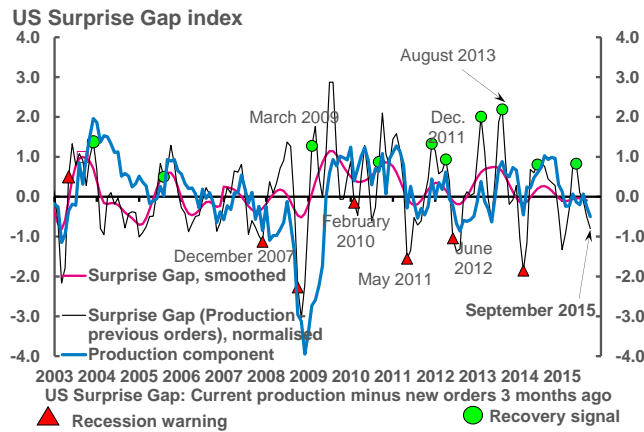
Bronnen: Ifo, Insee, Istat, INE, CBS, NBB, AXA IM Research

Surprise gap eurozone

In de eurozone registreerde de surprise gap kleine winsten, maar bleef over het geheel genomen neutraal in september. Dit duidt op stabiel momentum in de productiesector, wat opmerkelijk is gezien de wereldwijde vertraging die buiten de eurozone wordt ervaren. Toch is het waarschijnlijk dat geïmporteerde zwakte zich in het laatste kwartaal zal manifesteren.

Op landniveau gaven alle grote economieën een kleine verbetering te zien. De surprise gap van Duitsland zou volgende maand wel eens interessant kunnen zijn vanwege de impact van het Volkswagen-schandaal.

Figuur 5
Surprise gap VS: vertraging houdt aan



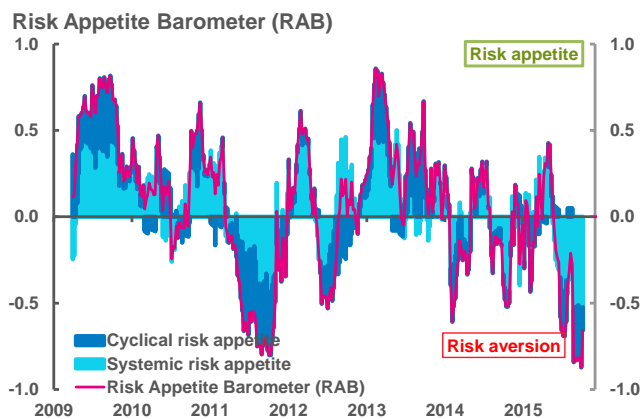
Bronnen: ISM, AXA IM Research

Surprise gap VS

De surprise gap van de VS biedt nauwelijks enige verlichting. De index daalde verder in september en markeerde daarmee een nieuw laagtepunt sinds februari.

Deze daling was voornamelijk toe te schrijven aan de productiecomponent. Wij wijten deze zwakte aan aanhoudende zorgen over China, de zwakkere vraag van opkomende markten, de negatieve impact van de sterkere US dollar en de energiesector, die met een nieuwe ronde van olieprijsdalingen te maken kreeg.

Figuur 6
RAB blijft dicht bij het laagtepunt van 2011



Bronnen: Markit, Bloomberg, Datastream, AXA IM Research

Risk Appetite Barometer (RAB)

Onze Risk Appetite Barometer, die fors daalde tijdens de crash van augustus/september, herstelde ietwat maar bleef toch op 'oversold' terrein.

Terwijl het systemische risico dicht bij het recente dieptepunt en zelfs onder het laagtepunt van oktober 2011 bleef, is het cyclische risico opgeklommen tot een minder negatieve waarde.

MARKTPERFORMANCE

09 October 2015		Perf (%)			
		-1M	-3M	-12M	YTD
Fixed Income					
Government Bonds					
USA	(JPM GBI US All Mats Index)	0.7	0.9	2.9	1.6
Europe	(JPM EMU GBI ALL Mats Index)	1.0	2.2	4.1	1.4
United Kingdom	(BofA ML UK Gilts All Mats)	-0.3	1.6	6.2	1.3
Japan	(BofA ML JP All Mats)	0.3	0.8	2.5	0.3
Index-Linked Bonds					
USA	(Barclays Glb Infl US)	1.1	-1.0	-1.2	0.0
Europe	(Barclays Euro IL BD All Mats)	1.1	-0.9	-0.3	0.2
United Kingdom	(Barclays Glb Infl UK)	-2.1	0.1	8.6	0.0
Investment Grade Credit					
USA	(BofA ML Corp Master)	0.5	-0.2	0.4	0.0
Europe	(BofA ML EMU Corp)	-0.4	0.1	0.1	-1.1
High Yield					
USA	(BofA ML US HY Master II)	-1.5	-3.1	-2.5	-1.0
Europe	(BofA ML Euro High Yield)	-1.1	-0.6	1.6	0.9
Emerging Bonds					
in local currency	(perf in \$) (JPM GBI-EM Global Composite)	3.7	-6.4	-18.9	-13.0
in hard currency	(JPM EMBI Global Composite)	0.9	0.1	-0.3	1.9
Equities (MSCI, total return indices)					
MSCI World					
		2.2	-2.0	6.1	1.1
United States		2.2	-1.4	4.5	-0.5
Europe		1.3	-1.7	8.7	4.5
Europe Small caps		0.5	1.8	23.9	14.4
EMU		0.4	-2.1	13.6	8.2
	France	2.0	0.9	16.7	12.4
	Germany	-2.7	-6.5	12.3	2.7
	Italy	1.2	3.5	14.2	18.5
	Spain	3.2	-2.5	0.6	0.4
United Kingdom		4.1	-1.0	1.3	-0.3
Switzerland		-0.7	-1.4	5.0	-0.4
Japan		5.2	-6.1	17.4	5.7
Emerging Markets		5.8	-1.6	-1.3	-1.9
	Asia	6.7	-2.0	-0.4	-3.4
	Eastern Europe	1.9	0.3	3.5	4.7
	Latin America	3.7	-3.2	-9.0	-0.8
Commodities (S&P GSCI, total return)					
S&P GSCI Light Energy Total Return		1.4	-8.1	-27.1	-14.6
Energy	latest reading (Brent, USD/b)	52.4	2.8	-10.0	-46.9
Industrial Metal	latest reading (Copper, USD/mt)	5135.0	-4.3	-8.3	-24.6
Precious Metals	latest reading (Gold, USD/ounce)	1144.6	2.6	-1.3	-6.0
Agricultural products		5.4	-8.9	-9.6	-12.6
Currencies					
€1 = ... USD	latest reading	1.128	0.8	1.9	-11.1
\$1 = ... YEN	latest reading	119.860	0.1	-1.0	10.7
£1 = ... USD	latest reading	1.530	-0.4	-0.4	-4.9
\$1 = ... YUAN	latest reading	6.354	-0.2	2.3	3.5

Source: Datastream, AXA IM

In local currency

Past performance is not indicative of nor does it constitute a representation or guarantee as to future results.

Bronnen: Datastream, AXA IM in lokale valuta

In het verleden behaalde resultaten zijn noch indicatief noch representatief noch een garantie voor toekomstige resultaten.

WAARDERING AANDELENMARKTEN

9 October 2015		Index	PE		EPS growth (%)		PEG ratio	
			2015	2016	2015	2016	2015	2016
United States	S&P 500	1942,0	16,6	15,0	1,2	10,3	n.s.	1,5
Canada	TSE300	13531,9	16,9	14,2	-13,3	19,3	n.s.	0,7
Japan	Topix	1507,4	14,0	12,9	19,4	8,7	0,7	1,5
Euro area	DJ EUROSTOXX 50	3270,0	13,5	12,4	7,7	8,8	1,7	1,4
Germany	DAX	10303,1	12,4	11,5	14,3	8,0	0,9	1,4
France	CAC40	4664,6	14,5	13,1	4,1	10,7	n.s.	1,2
The United Kingdom	FTSE 100	6229,0	14,8	13,5	-11,6	9,1	n.s.	1,5
Italy	FTSE MIB	22126,6	16,4	14,0	22,0	17,1	0,7	0,8
Spain	Madrid General	1017,3	15,6	13,3	20,5	17,6	0,8	0,8
The Netherlands	AEX	444,3	16,1	13,8	-8,9	17,2	n.s.	0,8
Belgium	Bel 20	3495,0	16,3	15,5	10,0	5,4	1,6	2,9
Switzerland	SMI	8871,9	16,7	15,7	-4,0	6,9	n.s.	2,3
Sweden	OMX	1507,2	15,6	14,2	11,2	9,9	1,4	1,4

Source: Datastream; IBES; Bloomberg

n.s. = not significant / n.a. = not available

Past performance is not indicative of nor does it constitute a representation or guarantee as to future results.

Bronnen: Datastream, IBES, Bloomberg

n.s. = niet significant / n.a. = niet beschikbaar

In het verleden behaalde resultaten zijn noch indicatief noch representatief noch een garantie voor toekomstige resultaten.

Lijst van afkortingen

1Q11	eerste kwartaal 2011	JGB	Japanse staatsobligaties
1H11	eerste halfjaar 2011	£	pond sterling
[Lhs]	left hand scale (grafiek)	LatAm	Latijns-Amerika
[Rhs]	right hand scale (grafiek)	LBO	Leveraged Buy-Out
a.r.	annualised rate; op jaarbasis	LTRO	Long Term Refinancing Operation
ABS	Asset-Backed Security; effect op onderpand van activa	MBS	Mortgage-Backed Security; door hypotheek gedekt effect
AQR	Asset Quality Review; beoordeling kwaliteit activa	mom	month on month; op maandbasis
BBP	Bruto Binnenlands Product	n.s/a	non-seasonally adjusted; niet gecorrigeerd voor seizoensinvloeden
BoE	Bank of England	NFIB	National Federation of Independent Business
BoJ	Bank of Japan	OECD	zie OESO
bp(s)	basispunt(en)	OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
CBI	Confederation of British Industry; Britse werkgeversorganisatie	OMT	Outright Monetary Transactions; rechtstreekse aan- of verkopen van waardepapieren
CPI	Consumenten Prijs Index	P/E	price/earnings; K/W (koers/winst)
DM	Developed Market; ontwikkelde markt	PBoC	People's Bank of China; centrale bank van China
EBA	Europese Bankautoriteit	PCE	personal consumption expenses; persoonlijke consumptie-uitgaven
EBITDA	'earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization' (winst vóór rente, belasting, afschrijving en amortisatie)	PEG	price/earnings to growth; PEG-ratio
ECB	Europese Centrale Bank	PMI	Purchasing Manager Index
EM	Emerging Market; opkomende markt	pp	procentpunt
EMU	Europese Monetaire Unie	PPI	Producer Price Index
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research, Inc.	QE	quantitative easing; monetaire versoepeling
EPS	'Earnings per share'; winst per aandeel	qoq	quarter on quarter; op kwartaalbasis
ESM	Europees Stabiliteitsmechanisme	QQE	quantitative and qualitative easing
ETF	Exchange-Traded Fund	RMB	Chinese renminbi (yuan)
€	euro	s/a	seasonally adjusted; gecorrigeerd voor seizoensinvloeden
FFR	Federal Funds Rate; belangrijkste beleidsrente in VS	SMEs	kleine en middelgrote bedrijven
FOMC	Federal Open Market Committee; beleidsbepalend comité van de Federal Reserve	SMP	Securities Markets Programme
GDP	Gross Domestic Product (zie BBP)	SWF	Sovereign Wealth Fund; staatsinvesteringsfonds
HKD	Hong Kong dollar	TLTRO	Targeted Longer Term Refinancing Operation
HY	High Yield; hoogrenderend	US\$	US dollar
IG	Investment Grade; investeringswaardig	¥	Japanse yen
IIF	Institute of International Finance	yoy	year on year; op jaarbasis
IMF	Internationaal Monetair Fonds	ytd	year to date; jaar tot heden
ISM	Institute of Supply Management	ZIRP	Zero interest rate policy; nul-rentebeleid

Onze research is online beschikbaar: <http://www.axa-im.com/en/research>



Verkrijgbaar bij



DISCLAIMER

Dit document is louter informatief. Het vormt noch een contractueel element, noch advies om te beleggen. Het werd op basis van informatie, voorspellingen, ramingen, verwachtingen en hypothesen opgemaakt, die gedeeltelijk als subjectief beschouwd moeten worden. De analyses en conclusies in het document zijn de formulering van een onafhankelijke opinie, gevormd op basis van informatie die beschikbaar is op een bepaalde datum. Gezien de subjectieve en indicatieve aard van deze analyses benadrukken we hier dan ook het feit dat de daadwerkelijke evolutie van de economische variabelen en de waarderingen van de financiële markten aanzienlijk kunnen verschillen van de zaken (voorspellingen, ramingen, verwachtingen en hypothesen) die in dit document meegedeeld worden. Bovendien kan de informatie in dit document, gezien de vereenvoudiging ervan, alleen gedeeltelijk zijn. Voorts kan deze informatie zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd en is AXA Investment Managers geenszins verplicht om deze informatie bij te werken.

Al deze gegevens zijn opgesteld op basis van marktinformatie en informatie meegedeeld door officiële leveranciers van economische statistieken. AXA Investment Managers kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de informatie in dit document, en meer bepaald voor een beslissing van welke aard ook die werd genomen op basis van deze informatie. Alle grafieken in onderhavig document zijn, tenzij anders vermeld, opgemaakt op de datum van publicatie van dit document.

Bovendien moet worden benadrukt dat, gezien de subjectieve aard van voormelde analyses en oordelen, de informatie, voorspellingen, ramingen, verwachtingen, hypothesen en/of eventuele meningen niet noodzakelijkerwijs gebruikt of gevolgd hoeven te worden door de beheerteams van AXA IM of haar aanverwante eenheden die in functie van hun eigen overtuigingen en met respect voor de onafhankelijkheid van de diverse functies binnen de vennootschap handelen.

De personen voor wie dit document bestemd is, verbinden er zich ten slotte toe om ervoor te zorgen dat het gebruik van de informatie die het bevat, beperkt blijft tot louter de evaluatie van hun eigen belang in functie van de beoogde strategieën. Elke gedeeltelijke of volledige reproductie van de informatie of het document moet vooraf uitdrukkelijk worden goedgekeurd door de onderneming.

Noch MSCI, noch een andere derde die betrokken is bij of meewerkt aan de samenstelling, de berekening of de opstelling van de MSCI-gegevens legt enige verklaring af of biedt enige uitdrukkelijke of stilzwijgende garantie met betrekking tot deze gegevens (of de gevolgen van het gebruik ervan), en alle voornoemde derden wijzen hierbij uitdrukkelijk alle aansprakelijkheid af met betrekking tot de originaliteit, de correctheid, de volledigheid en de conformiteit van al deze gegevens of een deel ervan. Onverminderd het voorgaande kunnen MSCI, zijn filialen of andere derden die betrokken zijn bij of meewerken aan de samenstelling, de berekening of de opstelling van de gegevens, in geen geval aansprakelijk worden gesteld voor directe, indirecte, speciale, straf-, gevolg- of andere schade (inclusief de geleden verliezen), zelfs als ze vooraf op de hoogte werden gebracht van de kans op deze schade. Elke reproductie of distributie van de MSCI-gegevens is verboden, behoudens uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van MSCI.

Uitgever: AXA Investment Managers – 'Coeur Défense' Tour B – La Défense 4 – 100 Esplanade du Général de Gaulle – 92400 Courbevoie. Naamloze vennootschap ingeschreven in het handels- en vennootschapsregister van Nanterre onder het nummer 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2015