



MARKET INSIGHTS

WorldView tweede kwartaal 2014

Beleggen in een geleidelijk normaler klimaat

KORT

- In de VS ondersteunen het economische herstel, de lage rentevoeten en het huidige gebrek aan geopolitieke schokken en economische wanverhoudingen de keuze voor een voorzichtige aandelenoverweging in de portefeuilles, ondanks de hogere waarderingen.
- Naarmate het wereldwijde herstel zich voortzet, zullen de reële rentevoeten waarschijnlijk stijgen. Structurele wijzigingen in de vraag naar risicovrije activa kunnen echter leiden tot lagere neutrale rentevoeten dan ooit in de geschiedenis. Dat impliceert dat beleggers in obligaties met langere looptijden kleinere verliezen zouden lijden, dat reële activa het goed blijven doen en aandelen hogere waarderingen tegemoet zouden gaan.
- Kansen in de opkomende markten lijken overtuigender door aantrekkelijke waarderingen, lagere valutarisico's en pogingen van de centrale banken en toezichthouders in de opkomende markten om buitenlands kapitaal aan te trekken. Maar er zijn nog steeds fundamentele katalysatoren nodig, met inbegrip van een sterkere winstgroei en een beter gevoel over China, om te pleiten voor aandelen van opkomende markten.

WORLDVIEW

De sleutel tot succesvol beleggen is niet een of andere mythische toekomstvisie, maar een duidelijk inzicht in het heden. Dat is vandaag meer dan ooit het geval, in een wereld die herstelt van een financiële crisis en die gebukt gaat onder politiek ongenoegen, extreme monetaire versoepeling en diepgewortelde vooroordelen van beleggers. In deze kwartaalpublicatie trachten wij duidelijkheid te verschaffen door te kijken naar de grote lijnen die vorm geven aan de mondiale economische beleggingsomgeving en die voor langetermijnbeleggers zowel kansen als risico's inhouden.



Dr. David P. Kelly, CFA
Managing Director
Chief Global Strategist
J.P. Morgan Funds

David Kelly is Chief Global Strategist bij J.P. Morgan Funds. Met meer dan twintig jaar ervaring biedt David waardevolle inzichten en een eigen kijk op de economie en de markten voor duizenden beleggingsprofessionals en hun cliënten. Hij is een toonaangevende spreker op talrijke nationale beleggingsconferenties. David is ook vaak te gast bij CNBC en andere zenders voor financieel nieuws, en wordt ruim geciteerd in de financiële pers.

Voor hij bij J.P. Morgan Funds in dienst trad, was David Economic Advisor bij Putnam Investments. Hij heeft ook als senior strategist/economist gewerkt bij SPP Investment Management, Primark Decision Economics, Lehman Brothers en DRI/McGraw-Hill. David is een CFA-charterholder. Hij behaalde ook een PhD en een MA in de Economie aan Michigan State University en een BA in de Economie aan het University College Dublin in Ierland.



Stephanie Flanders
Managing Director
Chief Market Strategist,
VK & Europa
J.P. Morgan Asset
Management

Stephanie Flanders is de Chief Market Strategist voor het Verenigd Koninkrijk en Europa voor J.P. Morgan Asset Management. Zij biedt duizenden professionele beleggers in het VK, Europa en de rest van de wereld inzichten in de economie en de financiële markten.

Stephanie was voorheen redacteur Economie bij de BBC, waar haar analyses en rechtstreekse verslaggeving door velen werden gerespecteerd en over de hele wereld werden uitgezonden. In die hoedanigheid presenteerde ze ook haar eigen economisch discussieprogramma, 'Stephanomics', vernoemd naar haar invloedrijke blog. Voordat ze in 2002 bij de BBC begon, werkte ze als verslaggever bij de New York Times, en als speechschrijver en senior adviseur voor de Amerikaanse ministers van Financiën Robert Rubin en Lawrence Summers in de tweede Clinton-regering. Ze was toen nauw betrokken bij de beheersing van de financiële crises van de opkomende markten in 1997-8. Ook is zij werkzaam geweest als hoofdschrijver en columnist bij de Financial Times, en als econoom bij het Institute for Fiscal Studies en de London Business School.

In de loop van haar carrière heeft Stephanie talrijke prijzen voor journalistieke excellentie gewonnen. Ze behaalde een academische graad in filosofie, politiek en economie aan het Balliol College van de universiteit van Oxford en bezocht de Harvard Universiteit als Kennedy Scholar aan de Kennedy School of Government.



Tai Hui
Managing Director
Chief Market Strategist,
Azië
J.P. Morgan Funds

Tai Hui is de Chief Market Strategist voor Azië voor J.P. Morgan Funds, gevestigd in Hongkong. Hij heeft ruim tien jaar ervaring en is verantwoordelijk voor de formulering en de verspreiding van het standpunt van J.P. Morgan Funds over de markten, de economie en beleggingen bij financieel adviseurs en hun cliënten in de regio Azië-Pacific.

Voor hij bij J.P. Morgan in dienst trad, was Tai Regional Head of Research (Azië) bij Standard Chartered Bank in Singapore, waar hij onderzoek deed naar de economische en financiële ontwikkeling van Azië en zijn analyses presenteerde aan zakelijke en institutionele cliënten.

Tai behaalde een BA in economie aan Cambridge University, en een masterdiploma in internationale en openbare zaken aan de universiteit van Hongkong.

Een voorzichtige voortzetting van een aandelenoverweging

Dr. David P. Kelly, CFA, Chief Global Strategist

Inleiding

De afgelopen vijf jaren waren uitzonderlijk voor Amerikaanse aandelen. Sinds de winter van 2008-2009, via de dieptepunten van recessie en financiële crisis, is de S&P 500 met 179% gestegen, in een van de grootste haussemarkten in de moderne geschiedenis. Het is een cliché om te zeggen dat 'er makkelijk geld is verdiend', maar de waarheid is dat het op geen enkel tijdstip ooit makkelijk is. Begin 2009 waren de aandelen objectief gezien wel erg goedkoop, maar waren de beleggers begrijpelijkerwijs bezorgd over de stabiliteit van het wereldwijde financiële stelsel en de dieptepunten van een recessie. Ook al zijn er momenteel minder hindernissen en risico's en zijn de aandelen zo sterk gestegen, toch vragen veel beleggers zich nu af of het nog verstandig is om overwogen te zijn in Amerikaanse aandelen.

Wij zijn van mening dat het antwoord op deze vraag ja luidt, en wel om de volgende redenen:

- Ten eerste zou een groeiende Amerikaanse economie, uitgezonderd in geval van een schok, de stijging van de bedrijfswinsten verder moeten ondersteunen.
- Ten tweede zouden inflatie en rentepercentages, ook al lijkt het dat ze zullen stijgen, toch laag genoeg moeten blijven in de komende jaren om de aandelenwaarderingen te ondersteunen in plaats van te ondermijnen.
- Ten derde: hoewel veel waarderingsmodellen niet meer laten zien dat aandelen gemiddeld genomen goedkoop zijn, tonen ze evenmin dat aandelen bijzonder duur zijn.
- Tot slot lijkt de Amerikaanse economie zich niet bedreigd te voelen door de geopolitieke schokken of economische wanverhoudingen die het einde van de eerdere haussemarkten hebben ingeluid.

Dat kan natuurlijk veranderen. Momenteel lijkt een geringe overweging in Amerikaanse aandelen echter ondanks de huidige sterke winsten in aandelen, toch nog steeds een goede keuze voor een uitgebalanceerde portefeuille.

De koers van **aandelen** kan - soms snel of onverwacht - stijgen of dalen vanwege de wijzigingen in een brede markt of wijzigingen in de financiële situatie van een bedrijf. Deze koersbewegingen kunnen het resultaat zijn van factoren die van invloed zijn op afzonderlijke bedrijven, sectoren of industrieën, zoals wijzigingen in economische of politieke omstandigheden. Aandelen zijn onderhevig aan het 'aandelenmarktrisico', hetgeen betekent dat aandelenprijzen over een korte of langere tijdsperiode kunnen dalen.

De economie en winst

Bij het beoordelen of een aandelenoverweging de juiste beslissing is, gaat het allereerst om de vraag hoe de bedrijfswinsten zich nu gaan ontwikkelen. Vanzelfsprekend zijn er verschillende methodes om bedrijfswinsten te meten, waarvan de bekendste, op macro-economisch niveau, de S&P 500's operationele winst per aandeel (EPS) is, zoals deze door Standard & Poor's wordt berekend.

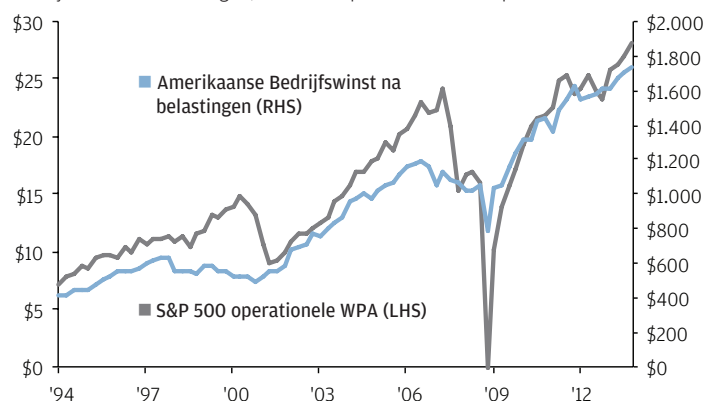
Wij benaderen dit probleem echter via de prognose van een breder concept – aangepaste winst na belastingen voor alle Amerikaanse bedrijven van het NIPA (national income and product accounts) – en gebruiken deze prognose om de operationele winst per aandeel af te leiden.

Hoewel deze twee reeksen in de afgelopen jaren naar elkaar toe zijn gegroeid, zoals te zien is in **Grafiek 1**, biedt het NIPA-concept vanuit analytisch standpunt een aantal voordelen, met inbegrip van een langere geschiedenis en stabielere en relatief eenvoudige financiële verslaggevingsregels.

Het uiterst nuttige NIPA-concept maakt deel uit van een breed financieel verslaggevingssysteem voor de nationale economie, dat ons de mogelijkheid biedt om niet uitsluitend naar bedrijfswinsten te kijken voor een bepaald kwartaal, maar ook naar factoren die van invloed zijn op die winsten zoals verkoop, compensatie, rentekosten, depreciatiekosten, enz.

GRAFIEK 1: AMERIKAANSE WINST

Bedrijfswinst na belastingen, S&P 500 operationele winst per aandeel



Bronnen: Standard & Poor's, BEA, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 5 mei 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

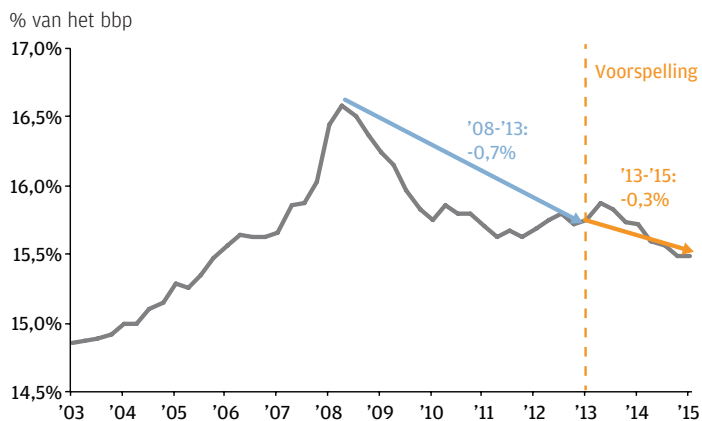
Vanuit dit perspectief is het eenvoudig om de oorzaak te zien van de enorme stijging van de winsten in de afgelopen jaren. Van het vierde kwartaal 2008 tot het vierde kwartaal 2013 stegen de bedrijfswinsten na belastingen met 119,6%. In dezelfde periode steeg het nominale bruto binnenlandse product (bbp) met 17,5%. Rekenkundig gezien kwam dus meer dan 85% van de winststijging niet door een groeiende economie, maar eerder door een toenemend winstaandeel van het bbp, met aangepaste winst na belastingen die met 4,7% van het bbp steeg (van 5,5% van het bbp naar 10,2%).

Maar als het winstaandeel steeg, welke aandelen daalden dan?

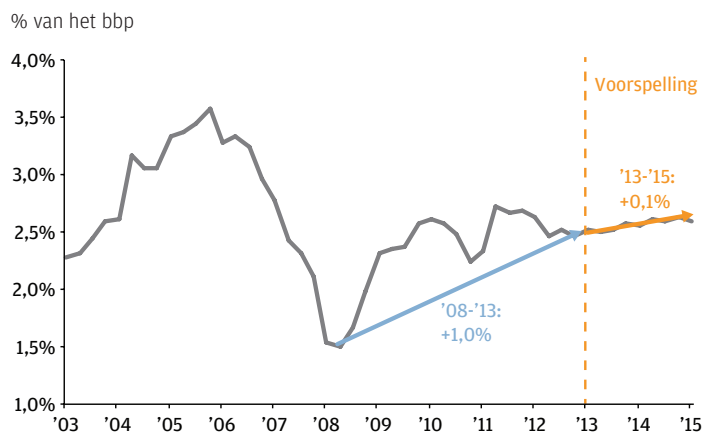
Grafieken 2 tot en met 5 spreken voor zich:

- **Grafiek 2:** Depreciatiekosten als aandeel van het bbp zijn met ongeveer 0,7% gedaald, aangezien een gebrek aan recente investeringsuitgaven verhinderd heeft dat het te beleggen aandelenkapitaal is gestegen.
- **Grafiek 3:** Bedrijfsbelastingen zijn daarentegen met 1,0% van het bbp gestegen, daar een kleine verlaging van het effectieve belastingspercentage op bedrijfswinst werd verzwoegen door de stijging van de winst zelf.
- **Grafiek 4:** Netto bedrijfsrente-uitgaven als aandeel van het bbp zijn met 2,1% gedaald, hetgeen een trage groei van de bedrijfsschuld en een scherpe daling van de rentepercentages weerspiegelt.
- **Grafiek 5:** Compensatie-uitgaven als aandeel van het bbp zijn met 3,0% gedaald, daar bedrijven profijt hebben gehaald uit zekere productiviteitsstijgingen en de kosten voor lonen en diverse uitkeringen voorbijgestreefd werden door de groei van de economie zelf.

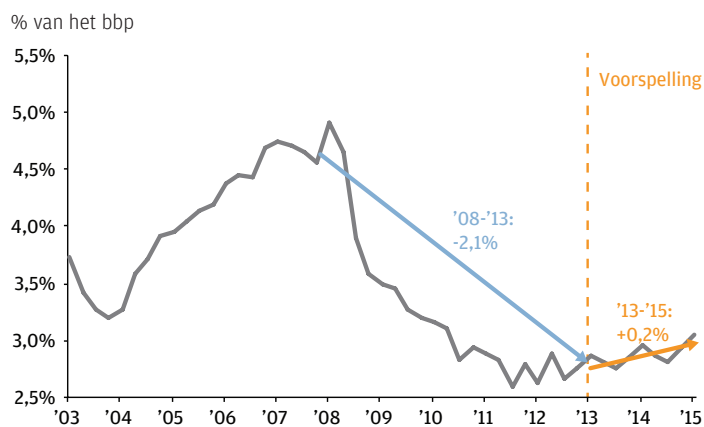
GRAFIEK 2: DEPRECIATIE ALS % VAN HET BBP



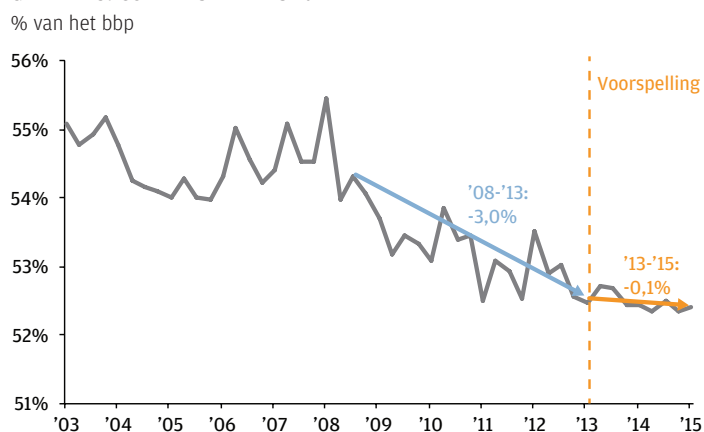
GRAFIEK 3: BETAALDE BELASTINGEN ALS % VAN HET BBP



GRAFIEK 4: NETTORENTE ALS % VAN HET BBP



GRAFIEK 5: COMPENSATIE ALS % VAN HET BBP



Bron (Grafieken 2-5): BEA, J.P. Morgan Asset Management. Voorspellingen worden als volgt afgeleid: Depreciatie wordt gedefinieerd als een functie van de vaste bedrijfsinvestering van het voorgaande kwartaal en de gemiddelde EBIT over een periode van 1 jaar met endoogeen gegenereerde EBIT post 2013; compensatie wordt gedefinieerd als een functie van de jaar-op-jaar wijzigingen in het werkloosheidspercentage en de nominale bbp-groei; rente-uitgaven worden gedefinieerd als een functie van het verschil over het afgelopen jaar met de fed-fundsrente; belastingen blijven naar verwachting constant op het gemiddelde percentage van 2013 van 19,9%. Het werkloosheidspercentage daalt naar verwachting van 6,7% in het eerste kwartaal 2014 naar 5,5% in het vierde kwartaal 2015. De fed-fundsrente stijgt naar verwachting tot 1% tegen het einde van 2015, hetgeen overeenkomt met de voorspellingen van het FOMC van maart 2014. Gegevens per 5 mei 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

STANDPUNT

Hoewel de bedrijfswinsten trager zouden moeten groeien dan in de afgelopen jaren, verwachten we nog steeds dat zij stijgen daar de toename van compensatie-uitgaven en rentekosten gelijke tred houdt met de stijging van de verkoop.

Vanuit dit standpunt hangen de vooruitzichten voor de bedrijfswinst in grote mate af van wat er met het bbp zelf gebeurt, evenals deze vier andere aandelen in het Amerikaanse bbp.

- Onze macro-economische vooruitzichten zijn tamelijk optimistisch wat het bbp betreft, met een hogere reële bbp-groei alsook een iets hogere inflatie die leidt tot een hogere nominale bbp-groei van 4,2% in 2014 en 5,6% in 2015, volgend op een krappe groei van 3,4% in 2013. Depreciatiekosten zullen in de komende twee jaar lichtjes stijgen omdat een verwacht herstel in kapitaaluitgaven geleidelijk leidt tot een stijging van de te depreciëren kapitaalgoederen. De bedrijfsbelasting zou gelijke tred moeten houden met de hogere nominale bbp-groei daar het regeringsbeleid een drastische belastinghervorming verhindert.
- Netto rente-uitgaven zouden, met een vertraging, verder moeten stijgen samen met de rentepercentages. Er dient echter te worden opgemerkt dat het tempo van de renteverhogingen naar verwachting gematigd zal blijven en dat rente-uitgaven beperkt worden gehouden door de hoeveelheid schuld die bedrijven al hebben gefinancierd.
- Nog belangrijker is dat compensatie-uitgaven een gelijke stijging zouden moeten volgen als de stijging van de lonen en de totaal gewerkte uren. Gezien de verwachte aantrekkende groei van het nominale bbp, zullen de grofweg 2% geannualiseerde groei in totaal gewerkte uren en de 3% stijging in compensatie per uur, het compensatie-aandeel in het bbp in grote mate ongewijzigd laten.

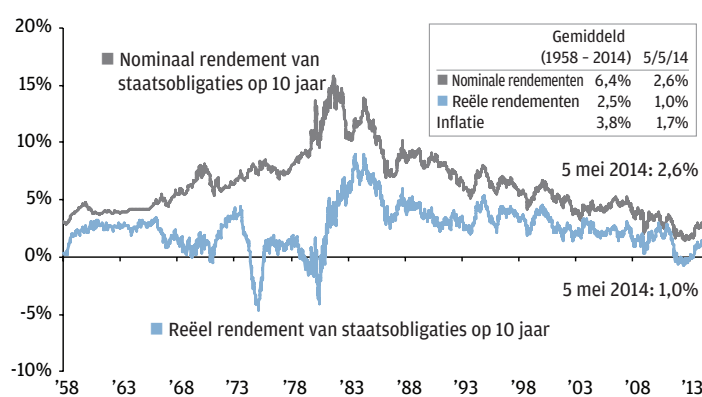
Dat impliceert een stijging van 6,3% in aangepaste winst na belastingen in 2014 en een stijging van 6,9% in 2015. Wat de S&P 500 bedrijfswinst per aandeel betreft, moet er ook rekening worden gehouden met buitenlandse winsten en terugkopen van aandelen, maar ook met de complicaties die ontstaan door te veranderen van NIPA-accounting naar financiële accounting. De algemene boodschap is echter dat winsten zouden moeten stijgen met circa 5%—in ieder geval in de nabije toekomst—gezien de economie zich verder ontwikkelt en de factoren die op de marges drukken relatief beperkt blijven.

Een gematigde stijging van uiterst lage percentages

Een tweede rechtvaardiging voor een aandelenoverweging is het huidige lage niveau van de rentepercentages en het potentieel van de percentages om op gematigd tempo te stijgen.

Het feit dat de rentepercentages laag zijn hoeft geen betoog. Zoals blijkt uit **Grafiek 6** ligt de nominale opbrengst op staatsobligaties op 10 jaar met 2,6% nog steeds ver onder het gemiddelde, hetgeen te wijten is aan de lage inflatie en de lage rentepercentages.

GRAFIEK 6: NOMINAAL EN REËEL RENDEMENT VAN STAATSOBLIGATIES OP 10 JAAR



Bron: Federal Reserve, BLS, J.P. Morgan Asset Management. Reële rendementen op staatsobligaties op 10 jaar worden berekend als het dagelijkse obligatierendement min jaar-op-jaar kern-CPI-inflatie voor die maand behalve voor april en mei 2014, waarin de reële rendementen berekend worden door maart 2014 jaar-op-jaar kerninflatie af te trekken. Gegevens per 5 mei 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Maar de langetermijnrente zal hoogstwaarschijnlijk stijgen in de komende paar jaar. Wat de inflatie betreft, zou een dalend werkloosheidspercentage de looninflatie geleidelijk aan verhogen, terwijl een hogere huur-bezettingsgraad en hoger capaciteitsgebruik de huren en de wholesaleprijzen omhoog zouden moeten stuw.

Bovendien zouden de reële rentepercentages ook moeten stijgen, gedeeltelijk omdat de voorspellingen van de economische variabelen van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) niet erg waarschijnlijk lijken. In het bijzonder zijn wij van mening, gezien de trage productiviteitsgroei en zelfs tragere werkgelegenheidsgroei, dat een groei van 3% van het reële bbp zal leiden tot een versnelde daling van de werkloosheid en een snellere stijging van de inflatie dan de Fed verwacht. Dientengevolge verwachten we dat de fed-fundsrente sneller zal stijgen dan de Fed voorspelt, hetgeen waarschijnlijk zal bijdragen tot een stijging van de langetermijnrente.

Het tempo van de rentestijging zal echter relatief langzaam en voorzichtig zijn daar een sterke vraag van de buitenlandse centrale banken, pensioenfondsen, handelsbanken en beleggers—die streven naar een betere balans in de aandelenoverwogen portefeuilles—het aanbod en de nieuwe uitgifte van staatsobligaties beperkt.

Bovendien dient te worden opgemerkt dat de rendementen op de aandelenmarkt er gewoonlijk niet onder lijden als de rentepercentages vanaf lage niveaus stijgen. Kortom, terwijl rentepercentages naar alle waarschijnlijkheid zullen stijgen, zou deze stijging toch langzaam genoeg moeten zijn—en het niveau laag genoeg—dat rentepercentages nog steeds de aandelenmarkt blijven ondersteunen.

STANDPUNT

Rentepercentages zullen naar alle waarschijnlijkheid stijgen vanaf de huidige superlage niveaus. Ze zouden echter in een bereik moeten blijven waarin ze een stijgende aandelenmarkt ondersteunen in plaats van hinderen.

Waarderingen

Een derde kwestie waar we rekening mee houden zijn de huidige waarderingen. Aangezien er geen enkel universeel aanvaard waarderingsmodel is, is de meest voorzichtige benadering voor het beoordelen van een waardering om naar verschillende methoden te kijken, zoals geschetst in **Grafiek 7**¹.

GRAFIEK 7: AMERIKAANSE AANDELENWAARDERINGSMETHODEN

Waardering Methode	Beschrijving	Recent*	5-jaar gemiddelde	10-jaar gemiddelde	25-jaar gemiddelde
K/W	Koers/Winst	15,3x	13,3x	13,8x	15,5x
CAPE	Shillers K/W	24,9x	21,4x	22,9x	25,0x
Div. opbrengst	Dividend	1,9%	2,0%	2,0%	2,1%
KWG	Koers/Winst tot Groei	1,6	1,1	1,7	1,4
Q ratio	Tobins Q ratio	106,6	88,2	86,9	91,2
RWR	Reëel Winstrendement	4,1%	3,8%	3,2%	2,2%
Winstrendement spread	Winstrendement minus Baa rendement	1,7%	2,0%	1,2%	-0,7%

Bron: Standard & Poor's, FactSet, Robert Shiller Data, FRB, J.P. Morgan Asset Management. De koers-winstverhouding is de koers gedeeld door de door analisten op basis van consensus geschatte winst per aandeel voor de komende 12 maanden. Shillers k/w-verhouding gebruikt de door de bedrijven gepubliceerde winst van de afgelopen 10 jaar gecorrigeerd voor inflatie. Dividend wordt berekend als het gemiddelde dividend van de afgelopen 12 maanden gedeeld door de koers. De koers/winst-groeiverhouding wordt berekend als de koers/winst in de komende twaalf maanden gedeeld door de winstgroei in de komende twaalf maanden. Tobins Q-ratio is de verhouding van de marktwaarde van de activa van een onderneming tot hun nettowaarde zoals vermeld in de Z.1 van de Federal Reserve. Reëel winstrendement gebruikt de winst van de afgelopen vier kwartalen zoals gepubliceerd door de ondernemingen en de jaar-op-jaar kern-CPI-inflatie. Winstrendement minus Baa-yield is het verwachte winstrendement (door analisten op basis van consensus geschatte winst per aandeel in de komende 12 maanden gedeeld door de koers) minus het Moody's Baa seizoensgecorrigeerde bedrijfsobligatierendement. *Dit laatste weerspiegelt de gegevens per 30 april 2014 uitgezonderd voor Tobins Q, die vanaf 31 december 2013 is. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Na een sterke aandelenmarktrally zijn vanzelfsprekend geen van deze modellen zo goedkoop als ze in de afgelopen zes jaar meestal waren. Maar zelfs vandaag de dag, zoals te zien in **Grafiek 7**, is er een gemengd beeld te zien.

Tot slot zijn de beleggers echter minder geïnteresseerd in filosofische debatten over het juiste waarderingsmodel en zijn ze meer bezorgd over hoe de volgende baissemarkt kan worden omzeild. Maar hoe kan men beoordelen wanneer een baissemarkt begint?

Het antwoord is dat men dat niet kan, in ieder geval niet met zekerheid. Men kan echter de omstandigheden bekijken wat betreft de absolute waarderingen, rentepercentages en economische/geopolitieke schokken die zich hebben voorgedaan in de eerdere baissemarkten.

STANDPUNT

Ondanks gematigde waarderingen blijven positieve vooruitzichten voor de economie en winsten plus nog steeds lage rentepercentages een voorzichtige overweging in Amerikaanse aandelen ondersteunen.

Grafiek 8 toont de pieken van de haussemarkten en de belangrijkste baissemarkten in de afgelopen 60 jaar. Achteraf gezien is het eenvoudig te zien welke combinatie van problemen veelal aan de grondslag hiervan lag.

- In 1980 leidden snel stijgende rentepercentages en een zwakke economie tot dalende aandelen, ondanks gezonde waarderingen in absolute termen.
- In 2000 waren de rentepercentages niet bijzonder hoog. Superhoge waarderingen en een milde economische recessie lagen echter aan het einde van de technologiezeepbel ten grondslag aan een baissemarkt.
- In 2007 werd de hierop volgende recessie niet veroorzaakt door rentepercentages of koers/winst-verhoudingen, want die waren redelijk solide. De instorting van de huizenmarkt en de val van Lehman Brothers waren hier eerder de katalysatoren van de financiële crisis.

¹We hebben vergelijkingen beperkt tot de afgelopen 25 jaar om de breedst mogelijke reeks van waarderingmethoden te hebben. Deze periode omvat de technologiezeepbel die enkele gemiddelden kan opblazen, waardoor huidige waarderingen in vergelijking goedkoper lijken. Deze periode omvat echter ook twee hele diepe baissemarkten, die het tegenovergestelde effect hebben.

GRAFIEK 8: HAUSSEMARKTPIEKEN

Markt- pieken	K/W verhou- ding	Rente op staatsobligaties op 10 jaar	Commentaar	Waardering	Percentages	Economie geopolitieke shok
15 juli '57	12,0x	3,9%	Groter dan gemiddelde correctie na een sterke haussemarkt. De V.S. komen in een gematigde recessie.			
12 dec '61	16,9x	4,0%	Hoge waarderingen en politieke stress na de mislukte Varkensbaai-invasie op Cuba.			
9 feb '66	13,1x	4,7%	Fed verstrakking om de stijgende inflatie tegen te gaan ondanks oppositie van de Johnson-regering. Sterk vertraagde groei, maar recessie voorkomen.			
29 nov '68	17,5x	5,8%	Erg hoge waarderingen in het tijdperk van de 'nifty fifty'. Tekenen dat de economie oververhit raakt door Vietnam en de sociale uitgaven.			
5 jan '73	15,4x	6,4%	Gematigde waarderingen, maar in een klimaat van stijgende inflatie en rentepercentages en toenemende politieke spanning (Watergate).			
28 nov '80	10,7x	12,7%	Fed-fundsrente op weg naar 20% terwijl Volker inflatie bestrijdt en de economie op een tweede recessie afstevt.			
25 aug '87	16,1x	8,7%	Een snelle uitbreiding van multiples en een stijging van de rentepercentages leidde tot de crash in 1987, hoewel de economie ervoor en erna oké was.			
24 mrt '00	32,5x	6,2%	Zeebelwaarderingen, rentepercentages op gemiddelde niveaus, economische neergang vanaf het einde van het pre-millennium uitgavenscenario.			
9 okt '07	18,4x	4,7%	K/W-verhoudingen bovengemiddeld, rente op gemiddeld niveau, toename van de omvang van de subprime-crisis.			
5 mei '14	15,6x	2,6%	K/W-verhoudingen lichtjes bovengemiddeld, rentepercentages erg laag, stabiele economische expansie.			

Bron: BEA, Federal Reserve Board, J.P. Morgan Asset Management.

K/W-verhouding als verhouding van de marktwaarde van alle Amerikaanse bedrijven ten opzichte van de aangepaste bedrijfswinsten na belastingen voor de afgelopen vier kwartalen.

Dagelijkse koersen zijn een schatting van J.P. Morgan Asset Management op basis van de dagelijkse waarde van de Wilshire 5000 Total Market Index. Gegevens per 5 mei 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Vandaag de dag hebben de aandelen gematigde waarderingen. Rentepercentages blijven echter laag en een trage stijging in rendement zou beleggers er waarschijnlijk niet toe aanzetten om over te schakelen naar obligaties.

Nog belangrijker is dat er geen negatieve katalysator aanwezig schijnt te zijn om de beleggers bezorgder te maken. De economie wordt sterker. Binnenlandse extreme risico's in verband met de politiek of de gezondheid van het financiële systeem zijn afgenomen en zichtbare internationale problemen lijken minder ernstig gezien de grotere financiële stabiliteit in Europa en de belofte van een gematigder beleid van Iran. Extreme risico's zijn per definitie altijd moeilijk te voorspellen en er zijn tal van kwesties in bijvoorbeeld Oekraïne, China en Japan die een terugval van de markt zouden kunnen uitlokken. Bij het ontbreken van een dergelijke schok zou de herinnering van de 'black swans' uit 2000 moeten vervagen en de beleggers ertoe aanzetten om overmatige liquiditeit voor de aandelenmarkt aan te wenden.

Kort samengevat laat het financiële landschap al meer dan vijf jaar lang consequent hetzelfde beeld zien. Gezien de lage rentepercentages, de aantrekkelijke waarderingen en een zich herstellende economie, was het verstandig om overwogen te zijn in Amerikaanse aandelen. En ook al zullen sommigen hetzelfde verhaaltje misschien saai vinden, toch kunnen wij ook vandaag nog hetzelfde advies handhaven, weliswaar met een iets voorzichtigere ondertoon. Ondanks gematigde aandelenwaarderingen ondersteunt een combinatie van economisch herstel en lage rentepercentages nog steeds een voorzichtige handhaving van een aandelenoverweging.

Lager in plaats van langer? Een langetermijn-visie op rentepercentages

Stephanie Flanders, Chief Market Strategist,
VK & Europa

Inleiding

De vraag wanneer rentepercentages zullen stijgen, stond in het afgelopen jaar in tal van discussies over de wereldwijde markten centraal. Maar voor elke langetermijnbelegger is de exacte timing van de eerste renteverhoging in de VS en andere geavanceerde economieën minder belangrijk dan het niveau waarop rentepercentages uiteindelijk terechtkomen.

Tot voor kort veronderstelden de meesten dat de percentages in de VS en andere geavanceerde economieën terug zouden gaan naar hun langetermijngemiddelden, zelf als het langer dan gewoonlijk duurt om daar te komen. Maar tal van beleidsmakers en toonaangevende commentatoren suggereren nu dat de neutrale of 'normale' beleidsrente lager zal zijn dan in het verleden. In die nieuwe normale situatie wordt geïmpliceerd dat de langetermijnrente ook lager zou zijn.

Als andere factoren gelijk blijven, zou een permanente terugschakeling naar het 'normale' rentepercentage moeten leiden tot een permanente stijging van de waarde van aandelen door de huidige verdisconteerde waarde van een bepaalde stroom van bedrijfsinkomsten. Dat korte- of middellangetermijnvoordeel voor financiële activa zou echter kunnen resulteren in slecht nieuws voor de economie, want als rentepercentages nog langer veel lager blijven, is het gevolg dat de groei ook lager zal uitvallen.

Voor beleggers en beleidsmakers is het dan ook van groot belang of de voorspellingen van permanent lagere rentepercentages correct zijn. We onderzoeken deze kwesties en concluderen het volgende:

- De daling van reële rentevoeten in grote delen van de ontwikkelde wereld heeft zich lang vóór de financiële crisis ingezet en is aangestuurd door krachtige aanbod- en vraagzijden, niet enkel het kortetermijnantwoord van de centrale banken op de financiële crisis.
- Reële rentevoeten zullen in de komende jaren waarschijnlijk stijgen naarmate het wereldwijde herstel zich voortzet en zullen sneller stijgen dan beleggers in de Amerikaanse future-markten momenteel verwachten.

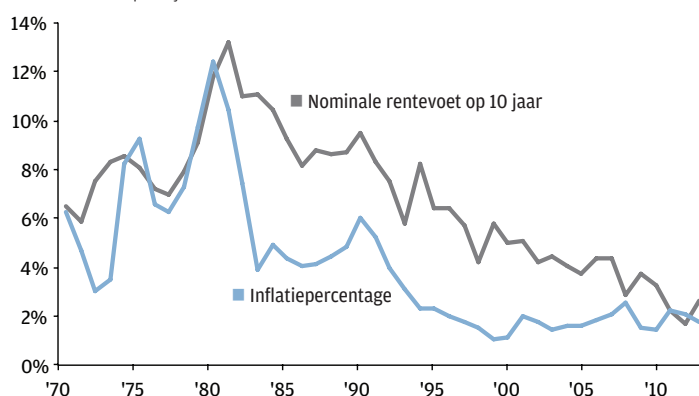
- Het is echter mogelijk dat er zich een omslag heeft voorgedaan in de wereldwijde vraag naar risicovrije activa, hetgeen zou suggereren dat de 'neutrale' of evenwichtige rentevoet lager zou kunnen zijn dan in het verleden, maar toch nog hoger dan vandaag de dag.
- Deze structurele verschuiving, gekoppeld aan minder uitgifte van Amerikaanse staatsobligaties en aanhoudende onzekerheden over het langetermijntempo van de wereldwijde groei, verklaart waarom de Amerikaanse staatsobligatierendementen zo laag zijn gebleven in het eerste deel van 2014, ondanks de herstellende economie.

Daling van de reële rentevoeten

Het is geen nieuws dat de reële rentevoeten gedaald zijn sinds de wereldwijde financiële crisis: centrale banken hebben de beleidsrente naar dieptepunten verlaagd tijdens de crisis in 2008 en 2009 en hebben ze op grote schaal zo laag gehouden. Zoals **Grafiek 9** echter toont, is dat een trend die zich al lang voor de val van Lehman Brothers inzette. Korte- en langetermijnrente zijn in de meeste ontwikkelde landen sinds de jaren 1980 sneller gedaald dan de inflatie.

GRAFIEK 9: STAATSOBLIGATIEREDEMMENTEN EN INFLATIE

Rentevoeten op 10 jaar



Bron: IMF, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 30 april 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Waardoor is deze daling veroorzaakt? Een recente studie van het Internationaal Monetair Fonds (IMF)² benadrukt drie kernfactoren die sinds 2000 aan de daling van de rentevoeten hebben bijgedragen:

- Ten eerste een groter aanbod van spaargelden vanuit de snelgroeïende opkomende markteconomieën, met name uit China, daar de inkomens in die landen sneller gestegen zijn dan de bestedingen (zie **Grafiek 10**).

² IMF, Perspectives on Global Real Interest Rates, 3 april 2014

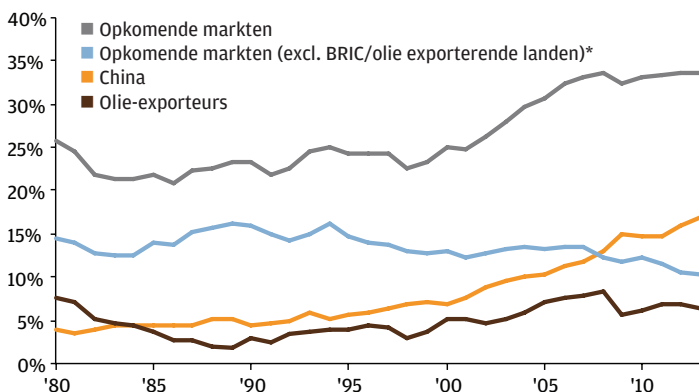
- Ten tweede, een 'scherpe en voortdurende daling van de beleggingsgraad in geavanceerde economieën', te wijten aan een daling van de relatieve beleggingsprijs in de jaren voorafgaand aan de crisis, en een daling van de winstgevendheid van de beleggingen nadat de crisis was ingezet.
- Ten derde, een stijging van de vraag naar veilige activa, als resultaat van een grotere accumulatie van deviezenreserves in de opkomende economieën en een duidelijk hogere risicoperceptie bij aandelen vergeleken met obligaties.

STANDPUNT

Een grotere vraag naar 'safe-haven' beleggingen heeft de afgelopen jaren de rendementen voortdurend naar beneden gedrukt, evenals de verwachte opbrengsten voor staatsobligaties.

De derde factor is belangrijk want zonder deze factor zouden beleggers hebben verwacht dat het grotere aanbod van spaargelden en de daling van de beleggingsgraad het reële rendement op alle beleggingen naar beneden zouden hebben gedrukt, niet alleen op obligaties. In feite daalden de reële rendementen op een brede reeks van beleggingen tijdens het grootste deel van de jaren 1990. Maar sinds die tijd heeft het verwachte rendement op eigen vermogen, dat verweven is in de aandelenkoersen, een stijgende lijn gevolgd, terwijl de reële verwachte rendementen op obligaties verder zijn gedaald.

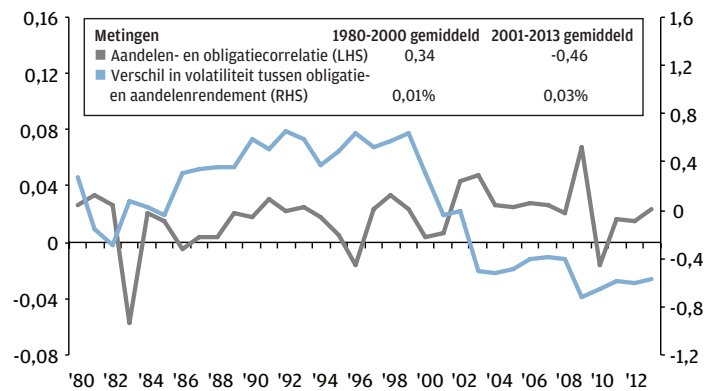
GRAFIEK 10: SPAARGELDEN OPKOMENDE MARKTEN IN VERHOUDING TOT HET TOTALE BBP



Bron: IMF, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 30 april 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Zoals **Grafiek 11** toont, heeft de traditionele negatieve correlatie tussen obligatie- en aandelenrendementen zich sinds 2001 opnieuw bevestigd, waardoor obligaties vanuit het standpunt van diversificatie aantrekkelijker worden, op een tijdstip dat aandelenbewegingen steeds meer pro-cyclisch werden.

GRAFIEK 11: CORRELATIE EN VERSCHIL IN VOLATILITEIT IN OBLIGATIES EN AANDELEN



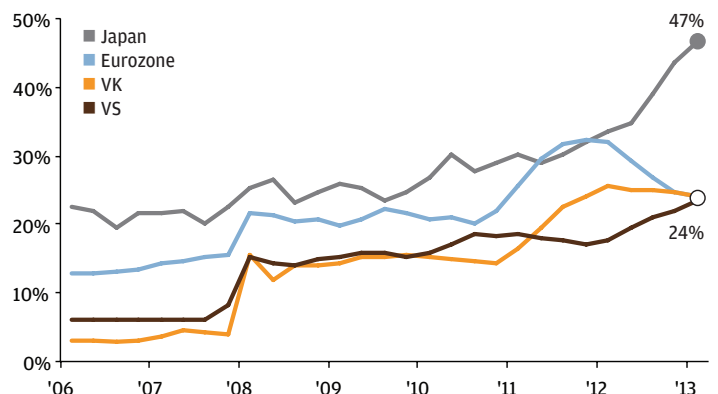
Bron: IMF, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 30 april 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Grafiek 11 toont ook aan dat de volatiliteit van aandelen ten opzichte van obligaties licht is gestegen sinds het uiteenspatten van de internetzeepbel. De hogere volatiliteitsniveaus houden echter geen rekening met de gestegen risicoperceptie van beleggen in aandelen, aangezien de beleggers drie turbulente financiële periodes hebben doorgemaakt—de crisis van de opkomende markten van 1997 tot 1998, de internetzeepbel en de wereldwijde financiële crisis—binnen een tijdsbestek van nauwelijks tien jaar.

Het is interessant om op te merken dat de daling van de wereldwijde reële rente op een moment is gekomen dat staatsleningen en overheidsschuld over het algemeen toegenomen zijn—in sommige gevallen zelfs spectaculair. Blijkbaar is de vraag naar risicovrije activa zelfs sneller gestegen dan de formidabele capaciteit van de overheden om ze te creëren. Maar de centrale banken in de VS, het VK en Japan hebben ook bijgedragen aan de vraag naar risicovrije activa in deze periode door grote hoeveelheden staatsobligaties aan te kopen als onderdeel van de kwantitatieve versoepelingsprogramma's van de banken (Zie **Grafiek 12**).

GRAFIEK 12: BALANS VAN DE CENTRALE BANK

% van het nominale bbp



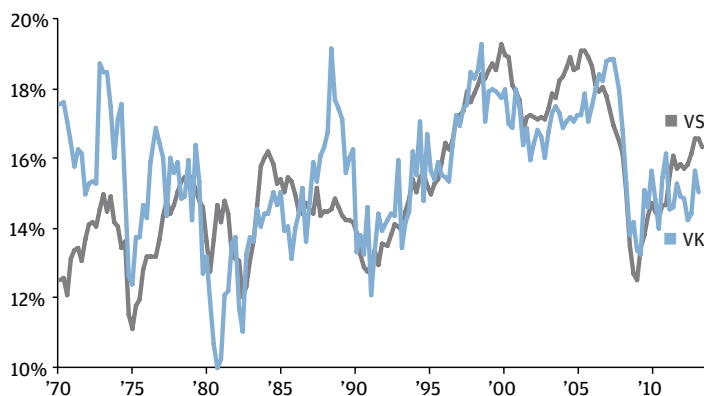
Bron: Bank of Japan, Europese Centrale Bank, Bank of England, U.S. Federal Reserve, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 30 april 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

* BRIC = Brazilië, Rusland, India en China

Hoe gaat het verder? Langetermijnvooruitzichten voor reële rente

We hopen en verwachten dat particuliere beleggingen in de komende jaren zullen stijgen naarmate het herstel zich verder ontwikkelt (zie **Grafiek 13**). Ook is het waarschijnlijk dat spaarrentes zullen dalen in landen als China, als hun economieën rijpen en hun vergrijzende bevolking minder zal sparen en meer zal besteden. Hogere investeringen en lagere besparingen, plus de geleidelijke afschaffing van de monetaire stimulus, zullen de wereldwijde reële rentevoeten in de komende jaren waarschijnlijk omhoog stuwten.

GRAFIEK 13: VS- EN VK-BELEGGINGEN ALS DEEL VAN HET BBP SINDE DE JAREN 1970



Bron: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 12 mei 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Dientengevolge verwachten we niet dat het 'nieuwe normale scenario' voor de rentevoeten een Amerikaanse Federal Reserve (Fed) beleidsrente wordt van minder dan 1% of een staatsobligatierendement op 10 jaar van minder dan 3%.

We denken echter niet dat de stijging van de vraag naar risicovrije activa enorm zal wijzigen zolang er onzekerheid bestaat over het tempo van de groei op lange termijn in de ontwikkelde economieën, en zolang een aantal langetermijnfactoren de vraag naar 'veilige haven'-beleggingen helpen versterken.

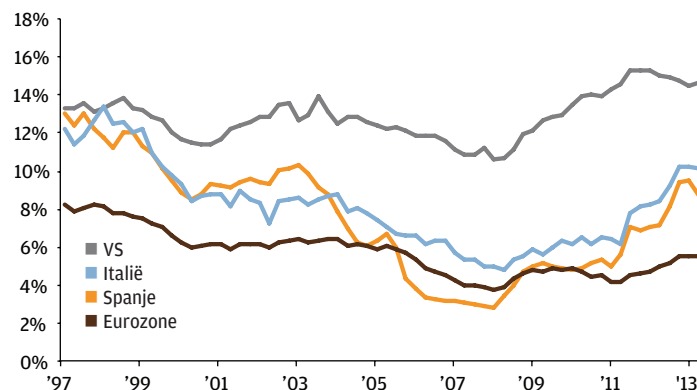
In de nasleep van de crisis hebben toezichthouders de financiële instellingen ertoe aangezet meer risicovrije activa aan te houden op hun balans (zie **Grafiek 14**). Demografische factoren zullen ook een rol spelen aangezien de vergrijzende wereldbevolking een groeiend leger van spaarders en toekomstige gepensioneerden produceert die op zoek zijn naar beleggingen die stabiele inkomsten op lange termijn kunnen opleveren.

STANDPUNT

Cyclische krachten zouden de reële rentevoeten hoger moeten duwen terwijl seculiere trends de evenwichtsrentevoeten onder de historische gemiddelden kunnen houden.

GRAFIEK 14: STAATSOBLIGATIEPOSITIES VAN BANKEN

% van de totale balans



Bron: Amerikaanse Federal Reserve, Europese Centrale Bank, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 30 april 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Denk er ook aan dat begrotingstekorten over het algemeen dalen in de belangrijkste ontwikkelde landen, hetgeen betekent dat overheden minder zullen toevoegen aan het totale aanbod van dergelijke activa dan tijdens de crisis. Er dient echter te worden opgemerkt dat de meeste prognoses ervan uitgaan dat de begrotingstekorten in de komende jaren stabiliseren, in plaats van dat zij verder zouden dalen.

Deze mix van aanbod- en vraagfactoren helpt te verklaren waarom vastrentende activa, in het bijzonder de voornaamste vastrentende activa, in het eerste deel van 2014 beter presteerden dan verwacht.

Implicaties voor het monetaire beleid en de wereldeconomie

Een implicatie van de eerdere discussie is dat de normale of neutrale beleidsrente voor de Fed—of de rentevoet die grotendeels verenigbaar is met volledige werkgelegenheid—lager kan zijn dan vóór de crisis. We twijfelen er echter wel aan of deze zo laag is als de marktverwachtingen momenteel suggereren.

De fed-fundsrente is gemiddeld 3,4% sinds 1990 en 4,2% sinds 1920. De mediane 'neutrale fundsrente' in de laatste prognoses van het Federal Open Market Committee (FOMC) is 4,0%, maar de overnight index swap (OIS) spreads in de future-markt zullen in de komende 10 jaar niet boven de 2,5% uitkomen. Het langetermijngemiddelde voor de Britse beleidsrentevoet is 5,0%, maar de future-markt gaat ervan uit dat deze niet boven de 3,5% uitkomt tegen 2022.

We denken dat deze prognoses een verrassend somber beeld weerspiegelen van de toekomstige groeivoorzichten in de VS en het VK. Het lijkt echter waarschijnlijk dat de rentevoeten in de ontwikkelde landen onder hun historische gemiddelden uitkomen in de volgende jaren omwille van al de eerder genoemde redenen.

Een aanhoudende daling van de langetermijnkosten van geld zou de verwachte kredietwaardigheid van bedrijven en overheden met grote hoeveelheden schuld wijzigen door die schuld eenvoudiger te kunnen dekken. Om dezelfde reden dreigt het het leven nog moeilijker te maken voor mensen die voor hun pensioen sparen en met name voor de toegezegde pensioenfondsen met langlopende verplichtingen.

Afhankelijk van de manier waarop instellingen reageren op deze druk, kunnen we toenemende angst zien bij de financiële toezichhouders over beleggings-bubbles en de opbouw van overdreven financiële risico's als gevolg van een wijdverspreide zoektocht naar rendement.

Voor aandelen zou een daling van de evenwichtsrente hogere waarderingen betekenen op korte tot middellange termijn door lagere kapitaalkosten en hogere toekomstige dividenden. Dalende rente was waarschijnlijk al een belangrijke factor om de waarde van de S&P 500 omhoog te sturen sinds 1980 die de groei van de totale bedrijfswinsten heeft overtroffen.

Als lagere rentevoeten ook geassocieerd worden met een tragere productiviteitsgroei in de ontwikkelde landen en lagere investeringen, zoals de angst voor een 'seculiere stagnatie' zou veronderstellen, dan zal het langetermijnbeeld voor aandelen misschien niet zo gunstig zijn in absolute zin omdat de winsten en dividenden ook trager zouden groeien.

We geloven niet dat de cijfers zo'n sombere prognose voor de toekomstige groei ondersteunen. Maar zelfs als de rente en groei beide 'lager en langer' zijn in de toekomst, zullen de saaiere rendementen van de risicoactiva de portefeuilles van de beleggers meer helpen dan de drukke veiligheid van obligaties of contanten.

STANDPUNT

Lagere evenwichtsrente helpt het proces van de schuldafbouw in veel delen van de economie, zolang het niet de groei belemmert.

Implicaties voor beleggers

Voor vastrentende beleggers is een belangrijk gevolg dat de rentevoeten op lange termijn waarschijnlijk stijgen in de komende paar jaar, maar het nadeel voor houders van obligaties met langere looptijden is waarschijnlijk kleiner dan we op basis van de geschiedenis zouden kunnen verwachten. Als 2014 een leidraad zou zijn, kan het ook langer duren dan verwacht voordat de lange rente dit nieuwe, lagere niveau zal bereiken.

We zouden verwachten dat vastgoed en beleggingen in fysieke, tastbare kapitaalgoederen het relatief goed blijven doen in dit klimaat, net als alle activa waarvan beleggers denken dat zij een hoger rendement op lange termijn zouden kunnen bieden dan vaste inkomsten, zonder de volatiliteit die geassocieerd wordt met aandelen.

Beleggingen in **grondstoffen** zijn volatieler dan beleggingen in traditionele effecten. De waarde van grondstoffen kan worden beïnvloed door wijzigingen in de globale marktbevegingen, de volatiliteit van de grondstoffenindex, wijzigingen in rentevoeten of factoren die gevolgen hebben voor een bepaalde industrie of grondstoffen, zoals droogte, overstromingen, weersomstandigheden, veeziekten, embargo's, tarieven en ontwikkelingen in de internationale economie, politiek en regelgeving.

Beleggingen in **vastrentende effecten** zijn onderworpen aan het rentevoetrisico. Als de percentages stijgen, daalt over het algemeen de waarde van de belegging.

Ontwikkelde markten versus opkomende markten – Uit welke richting waait de wind?

Tai Hui, Chief Market Strategist, Azië

Het jaar 2013 was niet gunstig voor de aandelen of obligaties van de opkomende markten omdat het besluit van de Amerikaanse Federal Reserve (Fed) om de activa-aankopen te verminderen tot bezorgdheid leidde over de eventuele terugdraaiing van de liquiditeit die het afgelopen decennium naar de opkomende markten stroomde. Het goede nieuws is dat er in moeilijke tijden goede beleidsmaatregelen kunnen ontstaan. Sommige centrale banken en overheden namen beleidsmaatregelen om deze wanverhoudingen te corrigeren, zoals het verhogen van rentevoeten en het implementeren van maatregelen voor het aantrekken van buitenlands kapitaal. Hoewel er een duidelijk negatief effect is op de groei in de nabije toekomst, zijn deze beleidsreacties nodig ter voorbereiding van een wereld die geleidelijk herstelt van de wereldwijde financiële crisis van 2008-2009. Er zijn nog enkele uitdagingen, zoals het proces van schuldafbouw van de Chinese economie, politieke transities in een aantal grote opkomende landen en aanhoudende zorgen over de kapitaaluitstroom. Toch betekent de correctie van 2013 dat kansen in de opkomende landen steeds aantrekkelijker worden.

Daarentegen verheugden de ontwikkelde markten zich over een hernieuwde belangstelling van de beleggers in 2013. We zijn van mening dat de mogelijkheid om winstgroei te leveren in de VS en Japan een belangrijk voordeel was ten opzichte van de opkomende markten, voor wie de afgelopen twee jaar een moeilijke periode was. Het Europese herstel, gekoppeld aan een herstel van het beleggersvertrouwen in het perifere Europa, heeft ook de Europese obligatiemarkt ondersteund.

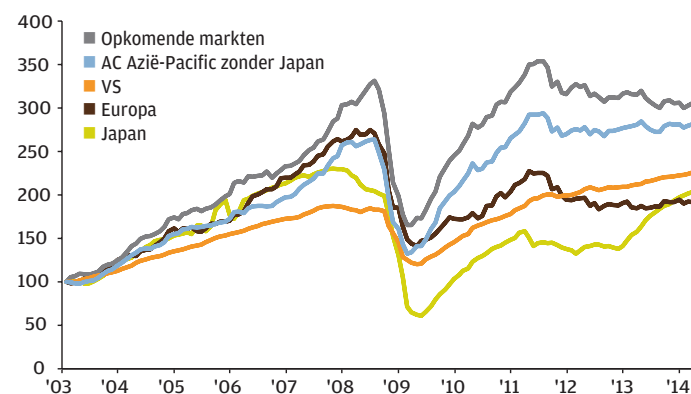
Meer dan alleen maar hoop

Een belangrijk voordeel voor de ontwikkelde markten is dat zij ook resultaten kunnen leveren, en niet alleen maar hoop. **Grafiek 15** illustreert de groei van de winst per aandeel voor Amerikaanse aandelen sinds 2012 en de scherpe stijging van de winst op Japanse aandelen in 2013. Vanuit macro-economisch standpunt brengen de VS en Europa positief nieuws daar hun economieën zich herstellen van de wereldwijde financiële crisis. In de VS helpen de schuldafbouw van de huishoudens en gezonde bedrijfsbalansen de

economie te versterken. In de afgelopen twee jaar zijn de bedrijfswinsten ook gestegen daar bedrijven zich geconcentreerd hebben op kostenbeheersing en grotere winstmarges. De winst van S&P 500 is gestegen van 8,0% aan het einde van 2012 tot 9,77%, volgens de laatste schattingen van het inkomenseizoen van het eerste kwartaal 2014, per 15 mei 2014. Amerikaanse bedrijven hebben ook meer dividenden uitgekeerd en kopen meer aandelen terug om aandeelhouders te belonen. Ondanks het aanhoudende normalisatiebeleid van de Fed heeft de jacht op rendement in het vastrentende segment voordelen opgeleverd voor de real estate investment trusts (REIT's) in de afgelopen jaren, gesteund door het herstel van de huizenmarkt, en door hoogrentende bedrijfsobligaties die ondersteund werden door lage wanbetalingspercentages.

GRAFIEK 15: WERELDWIJDE GROEI VAN DE WINST PER AANDEEL

Index, herleid 2003 = 100



Bron: MSCI, FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Winst per Aandeel (WPA) is de verwachte winst per aandeel (komende 12 maanden) in lokale valuta. Gegevens per 30 april 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Hoewel er in Europa nog steeds belangrijke structurele problemen moeten worden opgelost, heeft het beleggersvertrouwen zich toch opmerkelijk hersteld in de regio. Dat komt tot uiting in de welkome ontvangst van overheidsschuld die is uitgegeven door de regeringen van Griekenland en Portugal, en door de aanzienlijke dalingen van het rendement op staatsobligaties in de perifere Europese landen. Zoals weergegeven in **Grafiek 16** bevinden Ierse, Spaanse en Italiaanse staatsobligaties op 10 jaar zich slechts 30 tot 50 basispunten boven hun Amerikaanse tegenhanger, ondanks de crises waar die landen twee jaar geleden doorheen gingen. Hoewel de groei van de bedrijfswinst in Europa nogal lusteloos blijft, hebben de verwachtingen van een economische ommekeer in de afgelopen 12 maanden toch geleid tot tal van uitbreidingen. Bovendien hebben Europese bedrijven beleggers een stabiele dividendgroei kunnen bieden.

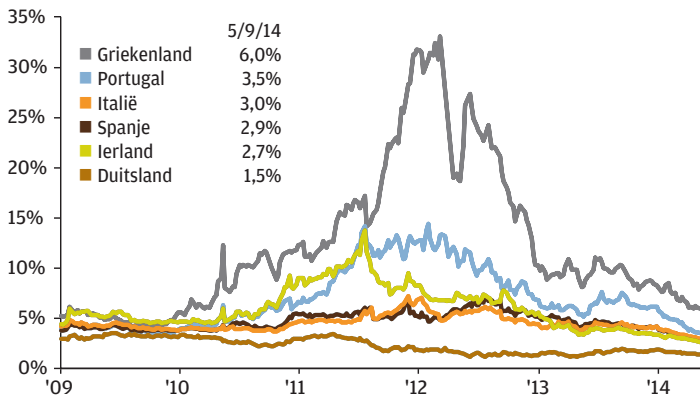
De risico's in verband met buitenlandse effecten worden vergroot in landen met 'opkomende economieën'. Die landen hebben relatief onstabiele regeringen en niet zo sterk gevestigde markteconomieën als ontwikkelde landen. Opkomende markten kunnen geconfronteerd worden met grotere onzekerheden op sociaal, economisch, politiek en regelgevingsvlak. Die risico's maken aandelen van opkomende markten volatieler en minder liquide dan effecten die uitgegeven zijn in meer ontwikkelde landen.

STANDPUNT

Beleggers hebben bedrijven in de ontwikkelde markten beloofd voor het leveren van resultaten in plaats van alleen maar hoop te bieden.

GRAFIEK 16: FINANCIERINGSKOSTEN VAN DE OVERHEID

rendement van benchmarkobligaties op 10 jaar (%)



Bron: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 9 mei 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

In Japan hebben exporteurs een eenmalige stimulans voor hun winst gekregen door de waardedaling van circa 17% van de Japanse yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar (vergeleken met eind 2012). Bovendien hebben bedrijven ook geprofiteerd van een sterkere binnenlandse vraag als gevolg van 'Abenomics' – het economisch herstelplan voor Japan van premier Shinzo Abe.

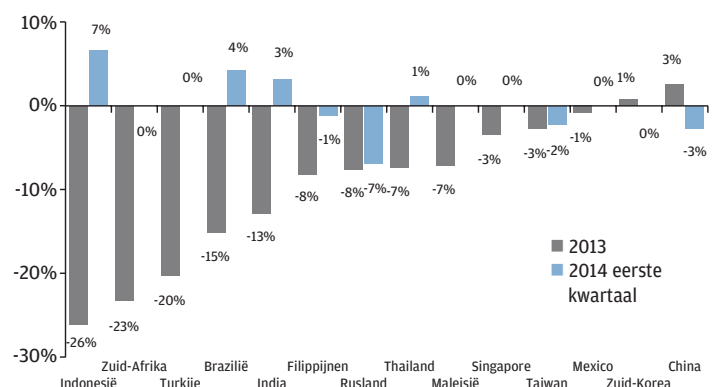
Vooruitblikkend zou een constructieve winstprognose een stimulans kunnen blijven voor aandelen van ontwikkelde markten. Naarmate de economische groei op een gezond tempo blijft in de VS, zouden bedrijven omzetgroei meer moeten laten bijdragen aan de winst, in plaats van alleen maar te vertrouwen op het vergroten van de winstmarge. In Europa zou een betere wereldeconomie ook een stimulans betekenen voor positief winstmomentum. Verwacht wordt dat de belastingverhoging op verkopen in april in Japan slechts een tijdelijk effect heeft op de consumptie. Elke vertraging van de groei wordt waarschijnlijk tegengegaan door bijkomende monetaire versoepeling door de Bank of Japan, die op zijn beurt de Japanse yen verder kan verzwakken en de aandelenkoersen omhoog kan drijven.

De opkomst van opkomende markten

Net als in 2013 waren de globale prestaties van aandelen van opkomende markten in het eerste kwartaal nogal mat. Deze veralgemening laat echter niet zien dat er een groot verschil is tussen de afzonderlijke markten. Veel van de onderpresteerders van 2013, zoals India, Indonesië en Turkije hebben de markt aangevoerd en zelfs beter gepresteerd dan de ontwikkelde markten. Dat is deels te verklaren door de wisselkoersen. De Indonesische roepia, de Indiase roepie en de Braziliaanse real zijn in het eerste kwartaal van 2014 gestegen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, na een scherpe daling in het afgelopen jaar, zoals weergegeven in **Grafiek 17**. Dit komt deels door de geruststellende beleidsmaatregelen van de centrale banken van deze landen, zoals het verhogen van de rentevoeten en het introduceren van maatregelen om de tekorten op de lopende rekening te beteugelen en kapitaalinstroom aan te trekken. Deze beleidsmaatregelen gaven beleggers het vertrouwen dat de crisisgevoelige opkomende markten van de jaren 1990 nu beter in vorm zijn. Nog belangrijker is dat beleidsmakers bereid zijn op korte termijn offers te brengen die de groei tijdelijk kunnen afremmen om stabiliteit op lange termijn te garanderen. Terwijl de valuta van de opkomende markten nog steeds gevoelig zijn voor waardedaling in een klimaat waarin de Amerikaanse dollar stijgt, zien we een kleiner risico op een scherpe waardedaling vergeleken met 2013, tenzij de Fed de tapering van zijn kwantitatieve versoepeling versnelt of de beleidsrente eerder dan verwacht verhoogt. Een meer ordelijke deviezenmarkt zou ook het vertrouwen in de schuld van opkomende markten ondersteunen, vooral in lokale valuta.

GRAFIEK 17: VALUTARENDEMENT VAN DE OPKOMENDE MARKTEN

Valutarendement ten opzichte van de Amerikaanse dollar



Bron: FactSet, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 9 mei 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

STANDPUNT

Beleidsmakers in sommige opkomende markten hebben voor moeilijke keuzes geopteerd om hun valuta te verdedigen en het vertrouwen van beleggers te versterken.

Aandelenwaardering is een andere factor die zich heel sterk ten gunste van de aandelen van opkomende markten beweegt. Na aanzienlijke outperformance van de aandelen van ontwikkelde markten in tegenstelling tot die van de opkomende markten, is de korting van de laatstgenoemde ten opzichte van de eerder genoemde het grootst sinds 2005 en zelfs groter dan tijdens de dieptepunten van de wereldwijde financiële crisis, zoals te zien is in **Grafiek 18**. Eind van de jaren 1990 werden de aandelen uit opkomende markten met een grotere korting verhandeld dan die van de ontwikkelde markten, maar in die tijd was er een valuta- en financiële crisis in de opkomende markten. Gezien de ontwikkeling van de structurele groei in de opkomende economieën, zijn wij van mening dat dit verschil in waardering een aantrekkelijke kans biedt om een positie op te bouwen in aandelen uit opkomende markten.

GRAFIEK 18: KORTING VAN AANDELEN UIT OPKOMENDE MARKTEN VERGELEKEN MET DIE UIT ONTWIKKELDE MARKTEN

Relatieve MSCI EM/MSCI World K/B



Bron: MSCI, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 30 april 2014. Uitsluitend voor illustratieve doeleinden.

Er zijn echter een aantal factoren die ons ervan weerhouden om momenteel sterker overtuigd te zijn van aandelen uit opkomende markten. Ten eerste moet de exportgroei van de opkomende landen nog op overtuigende wijze accelereren, ondanks het aanhoudende economische herstel in de ontwikkelde landen. Dat vertaalt zich naar een gebrek aan een winstgroei-katalysator, hetgeen sterk in contrast staat met bedrijven in ontwikkelde markten. Ten tweede blijft het beleggersvertrouwen in China, dat tal van banden heeft met opkomende economieën, in het beste geval nog steeds erg voorzichtig. Terwijl de markt zich geleidelijk aanpast aan de visie dat China 'slechts' 7% tot 7,5% zal groeien, in

plaats van een groei met dubbele cijfers, zijn beleggers bezorgd over hoe de Chinese autoriteiten zullen omgaan met de schuldenlast in de bedrijfssector, een stijging van wanbetalingen en een zachte landing in de vastgoedsector. Een stabilisering van China's situatie, met inbegrip van betere economische gegevens, zal zeker helpen om het vertrouwen in de opkomende markten te verbeteren. Tot slot is 2014 voor veel opkomende marktlanden een verkiezingsjaar. De parlementsverkiezingen in India hebben een behoorlijke wissel in de regering opgeleverd die een sterk mandaat zou kunnen hebben om in de komende jaren economische hervormingen door te voeren. Van de parlementsverkiezingen in Indonesië wordt ook verwacht dat er een nieuwe regering aan zet komt die voorstander zal zijn van hervormingen. Een deel van dit optimisme wordt reeds weerspiegeld in de sterke prestaties van de markt sinds het begin van het jaar. De risico's voor die markten zijn echter dat de regeringen meer tijd nodig hebben dan verwacht om resultaten te leveren, hetgeen niet verrassend zou zijn gezien de bevolkingsomvang en de complexiteit van de relaties tussen centrale en lokale overheden. In de tweede helft van het jaar zijn er ook verkiezingen in Brazilië en Turkije en dat kan een impact hebben op het fiscale en monetaire beleid, en ook op de prestaties van genoteerde overheidsbedrijven.

Beleggingsimplicaties

Vergeleken met eind 2013 hebben de opkomende markten meer aandacht gekregen van de beleggers door het afgenomen, maar niet verdwenen valutarisico en aantrekkelijke waarderingen. Deze technische factoren vereisen echter enkele fundamentele katalysatoren, met inbegrip van winstgroei en minder pessimisme over China, zodat aandelen uit opkomende markten favoriet worden voor strategische beleggers. Ondertussen zullen de ontwikkelde markten nog steeds de toon aangeven op grond van hun voortdurende economische verbetering en hun positieve bedrijfsprestaties.

WERELDWIJD MARKET INSIGHTS STRATEGY TEAM

Noord- en Zuid-Amerika

Dr. David Kelly, CFA
Managing Director
Chief Global Strategist
New York

Joseph S. Tanious, CFA
Executive Director
Global Market Strategist
Los Angeles

Andrés Garcia-Amaya, CFA
Executive Director
Global Market Strategist
New York

Anastasia V. Amoroso, CFA
Vice President
Global Market Strategist
Houston

James C. Liu, CFA
Vice President
Global Market Strategist
Chicago

Brandon D. Odenath, CFA
Associate
Market Analyst
New York

Gabriela D. Santos
Associate
Market Analyst
New York

Anthony M. Wile
Market Analyst
New York

Ainsley E. Woolridge
Market Analyst
New York

Europa

Stephanie Flanders
Managing Director
Chief Market Strategist, VK & Europa
Londen

Andrew Goldberg
Managing Director
Global Market Strategist
Londen

Maria Paola Toschi
Executive Director
Global Market Strategist
Milaan

Vincent Juvyns
Executive Director
Global Market Strategist
Benelux

Manuel Arroyo
Executive Director
Global Market Strategist
Madrid

Lucia Gutierrez
Vice President
Global Market Strategist
Madrid

Kerry Craig, CFA
Vice President
Market Analyst
Londen

David Lebovitz
Associate
Market Analyst
Londen

Alexander Dryden
Market Analyst
Londen

Azië

Tai Hui
Managing Director
Chief Market Strategist, Azië
Hongkong

Geoff Lewis
Executive Director
Global Market Strategist
Hongkong

Yoshinori Shigemi
Executive Director
Global Market Strategist
Tokyo

Grace Tam, CFA
Vice President
Global Market Strategist
Hongkong

Ian Hui
Associate
Market Analyst
Hongkong

Ben Luk
Associate
Market Analyst
Hongkong

De Market Insights-reeks biedt uitgebreide gegevens en commentaren op de wereldwijde markten, zonder te verwijzen naar producten.

De Markets Insights-reeks is ontworpen als instrument om klanten te helpen om de markten te begrijpen en hen te ondersteunen bij de besluitvorming over beleggingen, en is gericht op het onderzoeken van de implicaties van actuele economische gegevens en veranderende marktomstandigheden.

Dit document is opgesteld voor informatieve doeleinden en de visies hierin moeten dan ook niet worden beschouwd als advies of aanbeveling om beleggingen of belangen te kopen of te verkopen. Lezers die zich baseren op informatie in dit document, doen dat op eigen verantwoordelijkheid. Alle research in deze publicatie is verkregen door J.P. Morgan Asset Management, die op basis daarvan voor eigen doeleinden actie kan hebben ondernomen. De resultaten van dergelijk research worden als aanvullende informatie beschikbaar gesteld en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de standpunten van J.P. Morgan Asset Management. Alle voorspellingen, cijfers, opinies, verklaringen van financiële marktontwikkelingen en beleggingstechnieken en -strategieën zijn, tenzij anders weergegeven, die van J.P. Morgan Asset Management per de datum van dit document. Ze worden geacht nauwkeurig te zijn op het moment van schrijven, zijn niet noodzakelijk allesomvattend en de juistheid ervan wordt niet gegarandeerd. Ze kunnen zonder verwijzing of kennisgeving aan u worden gewijzigd. In het verleden behaalde resultaten en inkomsten bieden geen garantie voor het toekomstige rendement en u dient er rekening mee te houden dat de waarde van beleggingen en het inkomen daaruit kan fluctueren al naargelang de marktomstandigheden.

Er is geen garantie dat voorspellingen ook daadwerkelijk uitkomen.

J.P. Morgan Asset Management is de handelsnaam van de vermogensbeheeractiviteiten van JPMorgan Chase & Co en zijn filialen wereldwijd. Als u telefonisch contact opneemt met J.P. Morgan Asset Management dient u er rekening mee te houden dat de telefoongesprekken kunnen worden opgenomen en gevolgd voor juridische, veiligheids- en trainingsdoeleinden. Informatie en gegevens worden verzameld, opgeslagen en verwerkt door J.P. Morgan Asset Management, in overeenstemming met het privacybeleid van de Europese registratieautoriteit (EMEA). Dit kunt u raadplegen via de volgende website: <http://www.jpmorgan.com/pages/privacy>.

In continentaal Europa uitgegeven door JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l., European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg, R.C.S. Luxemburg B27900, maatschappelijk kapitaal EUR 10.000.000.

Uitgegeven in het VK door JPMorgan Asset Management (UK) Limited, erkend en gereguleerd door de Financial Conduct Authority. Geregistreerd in Engeland onder nr. 01161446. Officieel adres: 25 Bank St, Canary Wharf, London E14 5JP, Verenigd Koninkrijk.

LV-JPM6691 | 05/14