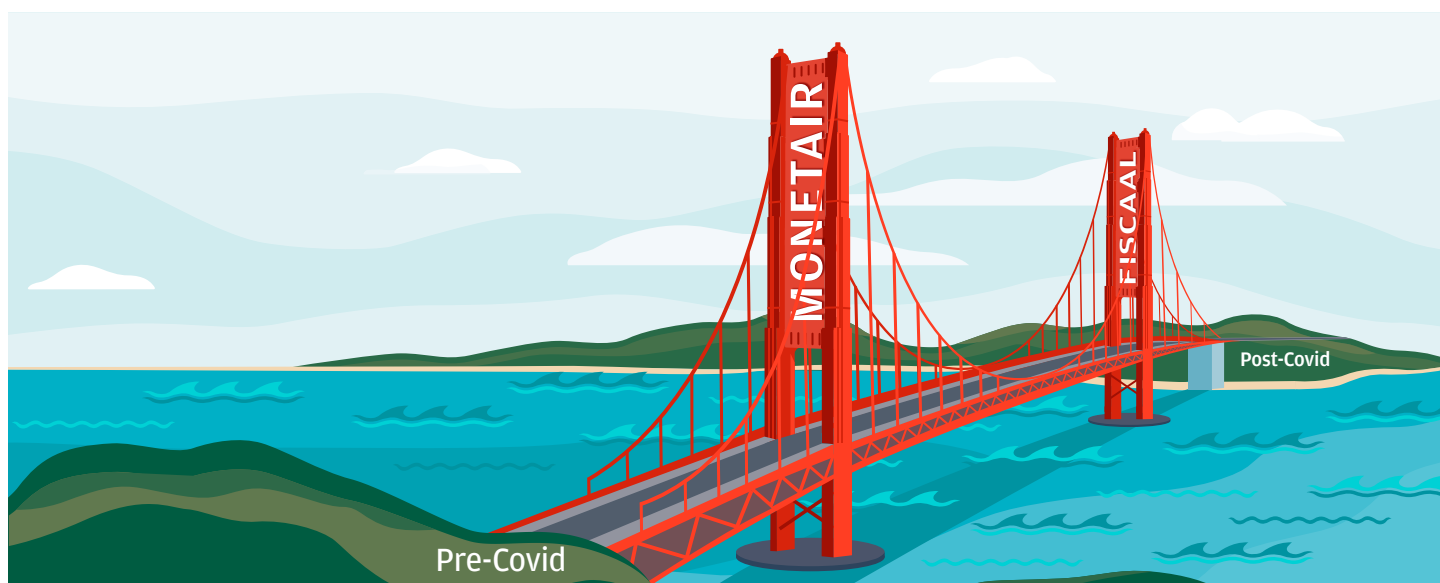


# Investment Outlook 2021

Bridge over troubled waters

Europa | december 2020



## AUTEURS



Vincent Juvyns  
Global Market Strategist



Karen Ward  
Chief Market Strategist  
for EMEA

### IN HET KORT

- De steun van regeringen en centrale banken lijkt de economieën door het ergste van de Covid-19-crisis heen te hebben geholpen, en het vaccin biedt hoop op licht aan het eind van de tunnel, dat beleidsmakers het vertrouwen zou moeten geven om de komende maanden meer te doen.
- De buitengewone schuldenlast voor bedrijven en overheden die uit de pandemie komen, zal waarschijnlijk leiden tot een langere periode van lage rentetarieven en verdere activa-aankopen door centrale banken.
- Bij elke rotatie van winnaars naar verliezers op de markt zal het belangrijk zijn om onderscheid te maken tussen cyclische en seculiere tegenwind en rugwind.
- Na een decennium van Amerikaanse marktdominantie, zou het de beurt van Azië kunnen zijn om het stokje over te pakken. Niet alleen is de regio er beter in geslaagd om de pandemie in te dammen, maar ook de structurele groeivoorzichten zijn in het voordeel van de regio.
- Het momentum om de klimaatverandering aan te pakken lijkt het komende jaar toe te nemen. Regeringen zullen waarschijnlijk gebruik maken van regulering om de verantwoordelijkheid te leggen bij privaat kapitaal.
- De extreem lage rentes op staatsobligaties betekenen dat het tijd is om de 60:40-benadering van portefeuilleconstructie te heroverwegen. Krediet, vastgoed, infrastructuur en macrofondsen zouden kunnen bijdragen aan inkomsten en diversificatie.
- Ons centrale scenario voor 2021 is een uitrol van vaccins in de eerste helft van het jaar, gevolgd door een stevig herstel in de tweede helft van het jaar. Er zijn echter zowel opwaartse als neerwaartse risico's voor dit scenario en beleggers moeten bijzonder waakzaam zijn voor het risico van een terugkeer van inflatie.

## MONETAIR EN FISCAAL BELEID OVERBRUGDEN DE KLOOF IN ECONOMISCHE ACTIVITEIT

Beleidsmakers hebben hard gewerkt om bruggen te bouwen over het enorm onrustige tij van het Covid-19-virus in 2020 (FIGUUR 1).

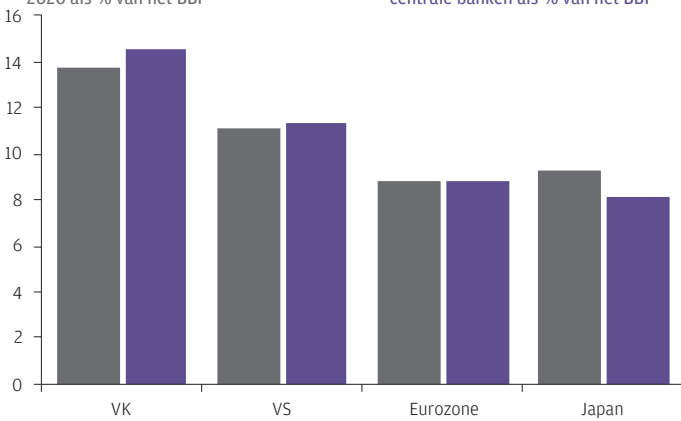
Wereldwijd hebben regeringen biljoenen dollars aan schulden uitgegeven om getroffen bedrijven en werknemers te ondersteunen. In de VS schatten we zelfs dat ongeveer 75% van de werknemers die hun baan zijn kwijtgeraakt, in feite meer heeft ontvangen aan verbeterde werkloosheidsuitkeringen dan ze voorheen genoten aan inkomen uit arbeid. Dit hielp het herstel te bevorderen toen de infecties in de zomer afnamen.

**Figuur 1: Ongekende monetaire en fiscale coördinatie heeft de activiteit ondersteund**

### BEGROTINGSTEKORTEN OVERHEID EN AANKOPEN VAN OVERHEIDSOBLIGATIES DOOR CENTRALE BANKEN

% van het nominale BBP, raming 2020

■ Verandering in het begrotingstekort in 2020 als % van het BBP  
■ Aankoop van staatsobligaties door centrale banken als % van het BBP



Bronnen: Bank of England, Bank of Japan, Bloomberg, Europese Centrale Bank, IMF, US Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. De begrotingstekorten in % van het BBP zijn prognoses voor 2020 van de Bloomberg contributor composite. De aankopen van staatsobligaties door centrale banken betreft prognoses van J.P. Morgan Asset Management voor 2020. Gegevens per 17 november 2020.

Een groot deel van de ontwikkelde wereld heeft echter te maken met nieuwe besmettingsgolven en nieuwe beperkingen om de verspreiding in te dammen. Het ziet er naar uit dat er een lange en moeilijke winter aankomt.

Als gevolg zijn Europese beleidsmakers bezig met het uitbreiden van hun bruggen. De Verenigde Staten zullen dat waarschijnlijk ook doen. Veel van de effectieve fiscale initiatieven in de VS liepen af in de zomer en omdat de infectiecijfers het herstel in de wintermaanden waarschijnlijk zullen afremmen, is een nieuw fiscaal pakket hard nodig. Mogelijk komt dat pas na 5 januari, als bekend is wie het voor het zeggen krijgt in de Senaat. Een nieuw fiscaal pakket is echter wel waarschijnlijk.

### De bruggen lijken te werken

De steunmaatregelen lijken over het algemeen te werken (FIGUUR 2). Ondanks een ongekende daling van de activiteit is de werkloosheid in Europa relatief licht gestegen en in de VS sterk gedaald. Ook het aantal bedrijfsfaillissementen is lager dan verwacht.

**FIGUUR 2: Relatief weinig bedrijfsfaillissementen duiden erop dat beleidsondersteuning werkt**

### BEDRIJFSFAILLISSEMENTEN VK EN VS

Aantal bedrijven per kwartaal



Bronnen: Administratief Bureau van de rechtbanken van de Verenigde Staten, Refinitiv Datastream, UK Insolvency Service, J.P. Morgan Asset Management. Periodes van "recessie" worden gedefinieerd aan de hand van de data van de conjunctuurcycli van het Amerikaanse National Bureau of Economic Research (NBER). Gegevens per 17 november 2020.

En met het nieuws van werkende vaccins kunnen we nu het land aan de overzijde van de brug zien. Het kan nog enkele maanden duren, afhankelijk van de snelheid waarmee de vaccins kunnen worden geproduceerd en gedistribueerd. Maar het feit dat er een einde in zicht is, zou beleidsmakers het vertrouwen moeten geven om hun bruggen te blijven verlengen, en bedrijven voldoende hoop moeten geven om de moeilijke wintermaanden door te komen.

Onze verwachting is dat de activiteit in de ontwikkelde economieën in het eerste kwartaal van het jaar, en mogelijk ook in het tweede kwartaal, geremd zal blijven. Vanaf de tweede jaarhalf zouden we echter een wezenlijke opleving van de activiteit kunnen zien, zodra de vaccins zijn uitgerold, de inhaalvraag is ontketend en het leven weer normaal begint te worden.

### Bruggen komen tegen toekomstige kosten... voor beleggers

De buitengewone beleidsinterventies hebben de economie goed ondersteund. Maar er hangt een prijskaartje aan. Het Institute for International Finance schat dat de wereldwijde overheidsschuld het afgelopen jaar met USD 8,4 biljoen is gestegen en de schuld van niet-financiële bedrijven met USD 6,0 biljoen. Betekent dit een terugkeer naar overheidsbezuinigingen en lage bedrijfsinvesteringen die zullen wegen op het herstel? Niet noodzakelijkerwijs. Zoals we in het hoofdstuk *De schuldvloed* bespreken, denken we dat het

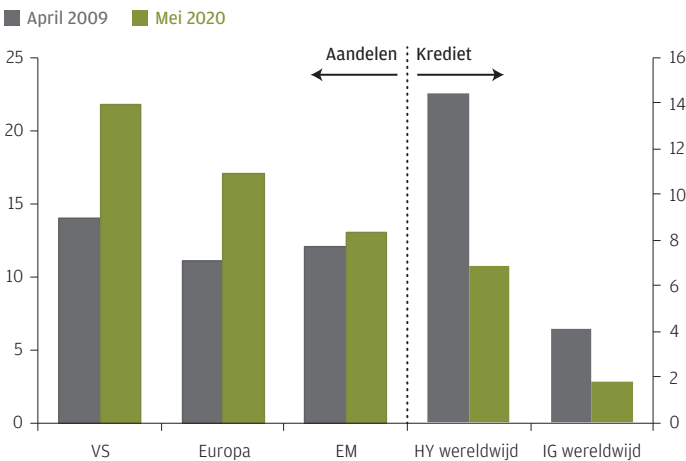
belangrijkste gevolg een langere periode van lage rentes en voortdurende aankopen van activa door centrale banken zal zijn. Dit zal de schuldenlast voor de emittenten verlichten, maar het vormt een aanzienlijke uitdaging voor de rendementen op kwaliteitsvolle vastrentende waarden.

Beleggers zullen ook hard moeten werken om ervoor te zorgen dat de aandelen in hun portefeuilles het rendement genereren dat ze nodig hebben. We beginnen deze nieuwe economische cyclus met waarderingen die hoger zijn dan normaal na een recessie (FIGUUR 3). De daling van de reële rente heeft de waarderingen ondersteund. Omdat de rentes nu dichterbij hun nominale bodem liggen, lijkt een herhaling van zo'n impuls de komende jaren onwaarschijnlijk. Meer dan ooit zal de nadruk moeten liggen op het identificeren van de regio's, sectoren en bedrijven die de sterkste ondergewaardeerde winstvooruitzichten hebben.

**Figuur 3: Waarderingen zijn nu hoger dan bij het einde van de vorige recessie**

**AANDELEN- EN KREDIETWAARDERINGEN AAN HET BEGIN VAN DE CYCLUS**

x, ratio (links); procentpunten optie-gecorrigeerde spread (rechts)



Bronnen: Bloomberg Barclays, ICE BofA, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. April 2009 en mei 2020 markeren het begin van de laatste twee Amerikaanse cycli zoals gedefinieerd door het dieptepunt in de WPA-schattingen. VS: S&P 500; Europa: MSCI Europe; EM: MSCI EM; HY wereldwijd: ICE BofA Global High Yield; IG wereldwijd: Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporates. Gegevens per 17 november 2020.

**Beleggers zullen moeten kijken naar alle regio's en beleggingscategorieën om rendementen te verbeteren**

Het vooruitlopen op potentiële sector- en stijlverschuivingen kan helpen om rendementen te verhogen. Ervan uitgaande dat het nieuws over de doeltreffendheid van de vaccins en de productiecapaciteit positief blijft, kunnen de markten op korte termijn door de economische zwakte heen kijken. Covid-19 genereerde een aanzienlijke spreiding tussen de aandelenkoersen van bedrijven die de verschuiving naar het leven in huis vergemakkelijkten en de bedrijven die kwetsbaar zijn voor de noodzaak tot sociale distantie. De waarderingsspremie tussen groei en waarde wereldwijd bereikte het hoogste niveau sinds de dotcom-hausse. Zoals we in het hoofdstuk *Winnaars en verliezers* bespreken, moeten we voorzichtig zijn met het idee van een

regelrechte omschakeling van groei naar waarde. In plaats daarvan pleiten we ervoor om het seculiere verhaal te scheiden van het cyclische verhaal binnen beide stijlen, en ons te richten op gebieden waar de huidige waarderingen gerechtvaardigd zijn door de vooruitzichten voor de winstgroei.

Ook verschuivingen qua regio in de allocatie zijn het overwegen waard. China heeft zich onttrokken aan de ervaring van terugkerende besmettingsgolven elders, kennelijk dankzij de verfijning van zijn interne test- en traceringsysteem en de robuustheid van de controles aan de buitengrenzen. Als gevolg daarvan is het land opmerkelijk snel teruggekeerd naar het niveau van voor de crisis. Het recente vijfjarenplan van de regering bouwt voort op deze cyclische opleving met een overtuigend structureel programma dat gericht is op de overgang van de economie naar een consument-gedreven, binnenlands gegenereerde groei. Voeg daarbij het feit dat de kapitaalmarkten volwassen worden en wij denken dat dit qua marktperformance *Het decennium van Azië* kan worden, net zoals de VS de laatste cyclus heeft gedomineerd.

Beleggers moeten ook steeds meer rekening houden met de manier waarop hun portefeuilles worden gescreend op milieu-, sociale en governance-factoren. Van de verkozen president Joe Biden wordt verwacht dat hij het tempo van de aanpak van de klimaatverandering opvoert, zoals we bespreken in het hoofdstuk *Wereldwijd momentum voor aanpak van de klimaatverandering*. Beleidsmakers zullen veel verschillende beleids- en regelgevingsinstrumenten inzetten om ervoor te zorgen dat publiek en privaat kapitaal een oplossing biedt voor de klimaatverandering.

Het identificeren van redelijk gewaardeerde mogelijkheden voor sterke winstgroei is noodzakelijk, maar dat is geen ongewone uitdaging voor beleggers. Nieuwer is de uitdaging waar we nu voor staan om een evenwichtige, veerkrachtige portefeuille op te bouwen. Kernstaatsobligaties hebben weinig aantrekkingskracht bij de huidige zeer negatieve reële rentes, maar als we ze helemaal loslaten, kunnen beleggers met een veel volatielere portefeuille komen te zitten. In *Heroverwegen van de 60:40-portefeuille* beschouwen we enkele ideeën voor de opbouw van portefeuilles.

En ten slotte moeten we na zo'n ongekend jaar de risico's niet onderschatten. In ons laatste hoofdstuk geven we een overzicht van onze *Centrale projecties en risico's*, zowel wat betreft macro-scenario's als portefeuille-ideeën. Het belangrijkste opwaartse risico is dat het herstel sneller en meer gesynchroniseerd tussen de regio's verloopt dan in ons basisscenario. Het neerwaartse risico dat ons het meeste zorgen baart, is dat te midden van alle vreugde de inflatie terugkeert, in plaats van groei. De centrale banken zouden dan gedwongen zijn om veel sneller dan de markt verwacht te komen met een exitstrategie voor hun huidige koers. Dit zou de economische vooruitzichten in de weg staan, maar de uitdagingen voor de markten zouden wel eens nijpender kunnen zijn, zoals we hebben gezien bij de taper tantrum van 2013.

## DE SCHULDVLOED ZORGT VOOR RENTES DIE NÓG LANGER LAAG BLIJVEN

Bedrijven en overheden werden gedwongen om biljoenen dollars te lenen om omzettekorten te dekken in de periode waarin Covid-19 de economische activiteit heeft beperkt. Door op zo'n grote schaal te lenen, zou het te verwachten zijn geweest dat de wereldwijde rentetarieven onder opwaartse druk zouden komen te staan. Dit werd echter voorkomen door de buitengewone interventies van centrale banken. In de ontwikkelde wereld hebben centrale banken dit jaar de gehele nieuwe obligaties-emissies van overheden geabsorbeerd (**FIGUUR 1**).

De interventies waren niet beperkt tot staatsobligaties. De bereidheid van de Federal Reserve om zelfs high yield-obligaties te kopen, gaf beleggers de nodige geruststelling om te zoeken naar rendement op de kredietmarkten. Dit ondersteunde de prijzen in het gehele vastrentende segment.

Het is onwaarschijnlijk dat centrale banken deze steun op korte termijn zullen intrekken. De structurele inflatie-uitdagingen in Europa en Japan wijzen erop dat de negatieve rentetarieven en de lopende aankopen van activa waarschijnlijk minstens heel 2021 zullen aanhouden.

In de VS maakt het nieuwe gemiddelde inflatiedoel van de Federal Reserve (Fed) de weg vrij om het soepele monetaire beleid nog wel even te handhaven. Het streven naar een periode van inflatie die boven het streefcijfer ligt, vertraagt in wezen het moment waarop de Fed de steun tijdens de groeifase mogelijk begint af te bouwen, en dit zal een plafond creëren voor de rentes op 10-jaars Amerikaanse staatsobligaties. Wij verwachten dat andere centrale banken op termijn een soortgelijk kader zullen doorvoeren.

Het komt erop neer dat de rentetarieven waarschijnlijk voor een aanzienlijke periode op het huidige niveau zullen blijven. We vermoeden dat we een meer gedempte versie zullen zien van de ervaring van de naoorlogse periode, waarin de combinatie van beheersing van de rentecurve en de financiële repressie de rentetarieven laag hield, ondanks de versnelling van de nominale activiteit. Hierdoor konden overheden relatief gemakkelijk uit hun schulden groeien (**FIGUUR 4**).

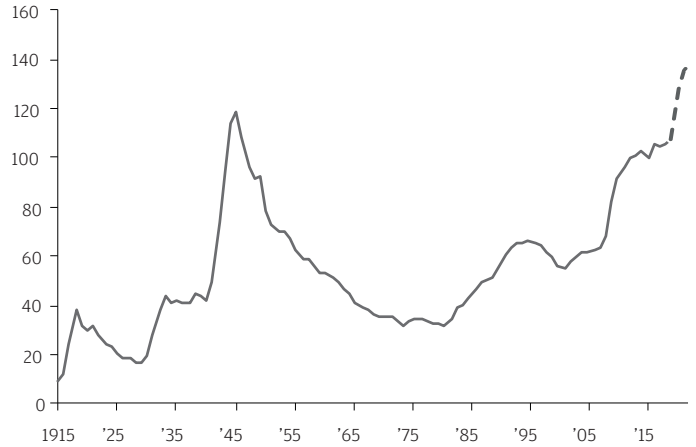
Zolang de inflatie goedaardig blijft, moet dit voor beleidsmakers relatief eenvoudig te realiseren zijn. Maar er zullen problemen ontstaan als de inflatie met meer animo terugkeert dan bij de laatste groeiperiode. Wij sluiten dit risico niet uit. Bij de laatste expansiefase kregen centrale banken te maken met aanzienlijke tegenwind, aangezien zowel banken als regeringen die uit de recessie kwamen zich concentreerden op een meerjarige periode van schuldafbouw. De centrale banken hadden hun voet op het gaspedaal, terwijl de commerciële banken en overheden op de rem stonden. We vermoeden dat de overheden deze keer veel soepeler zullen zijn in het terugdringen van hun begrotingstekorten.

Desondanks blijven we er redelijk zeker van dat de inflatie in de eurozone en Japan op een laag niveau zal blijven steken. Hun structurele desinflatieproblemen lijken zich in 2020 meer te hebben verankerd.

**FIGUUR 4: Lage rentes zullen overheden helpen om uit hun schulden te groeien**

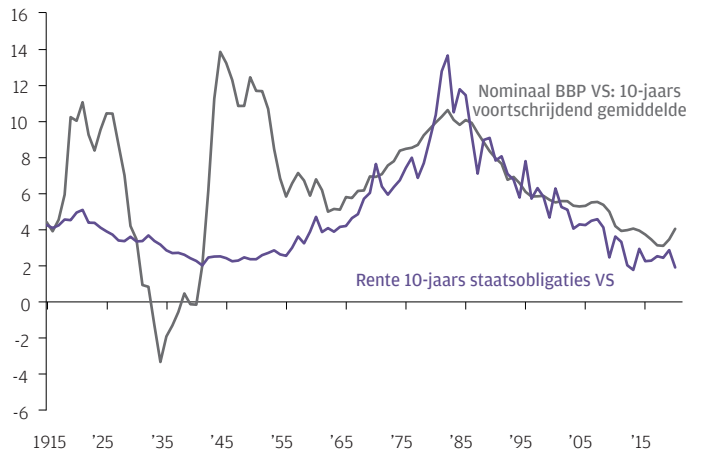
### UITSTAANDE SCHULD FEDERALE OVERHEID VS

% van het nominale BBP, per begrotingsjaar



### NOMINALE BBP-GROEI VS EN 10-JAARS STAATSOBLIGATIERENTE

%, nominale BBP-groei betreft verandering jaar/jaar in %



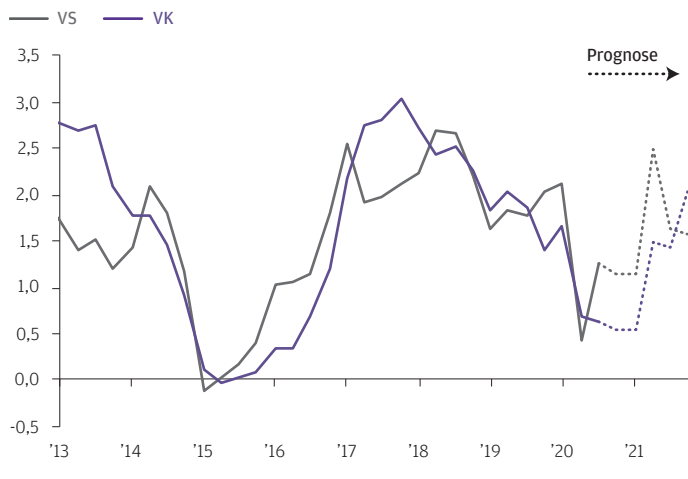
Bronnen: (Boven) Haver Analytics, US Office of Management and Budget, J.P. Morgan Asset Management. JPMAM-prognose vanaf 2020. (Onder) BEA, Haver Analytics, Robert Shiller, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 17 november 2020.

De VS en het VK verdienen wellicht meer aandacht, met name wanneer de basiseffecten in het voorjaar minder gunstig worden (**FIGUUR 5**).

**Figuur 5: Inflatie kan een groter gespreksonderwerp worden wanneer de basiseffecten kantelen**

**FEITELIJKE INFLATIE VK EN VS, PLUS VOORSPELLINGEN**

% verandering jaar/jaar



Bronnen: BLS, ONS, J.P. Morgan Securities Research, J.P. Morgan Asset Management. Prognoses zijn van J.P. Morgan Securities Research en zijn vanaf Q4 2020. Gegevens per 17 november 2020.

Dit alles zorgt voor een aversie tegen staatsobligaties. Maar we zijn niet van mening dat ze volledig moeten worden opgegeven. Als de rentetarieven de komende jaren niet normaliseren, dan hebben centrale banken zoals de Bank of England en de Federal Reserve bij de volgende economische schok, wat de oorzaak ook is, misschien weinig andere keus dan negatieve rentetarieven te gebruiken. Een gematigde allocatie naar staatsobligaties met lange looptijd lijkt nog steeds zinvol als neerwaartse verzekering, gezien de rendementen die bij een dergelijke verschuiving naar negatieve rentes zouden kunnen worden behaald. Natuurlijk hebben deze obligaties te lijden als de economische prestaties robuuster zijn, maar in dat scenario verwachten we dat andere beleggingen in de portefeuille, zoals aandelen, dit zullen compenseren.

De rol die staatsobligaties van de VS, het VK en andere ontwikkelde markten in een portefeuille spelen, kan echter in toenemende mate worden overgenomen door investment grade-bedrijfsobligaties en kwaliteitsvolle staatsobligaties van opkomende markten. We komen op dit onderwerp terug in het hoofdstuk *Heroverwegen van de 60:40-portefeuille*.

Naar inkomsten zoekende beleggers zullen ook meer afhankelijk zijn van de aandelen in hun portefeuille om hen te voorzien van inkomsten, door middel van dividend. Natuurlijk werd in 2020 het dividend samen met de rentes verlaagd, hoewel de ervaring per regio verschilt. De Britse en continentale Europese markten bevonden zich in het oog van de storm, terwijl lagere uitbetalingsratio's en een groter gebruik van aandelenterugkopen (die over het algemeen stoppen voordat bedrijven hun dividendbeleid wijzigen) hebben gezorgd voor een veel veerkrachtiger inkomstenstroom uit Amerikaanse aandelen.

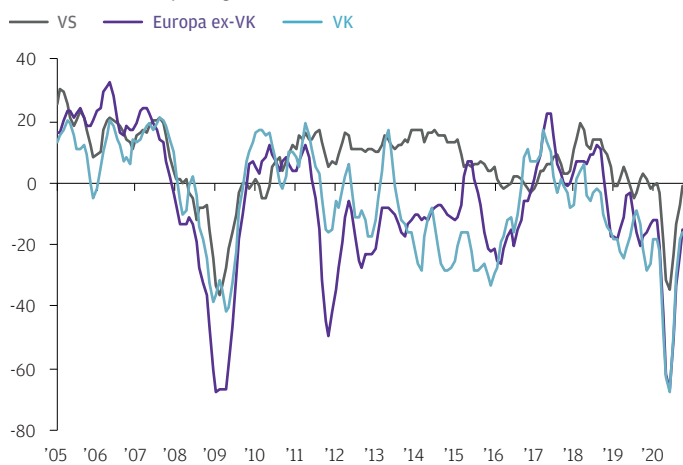
Ook hier is er licht aan het einde van de tunnel (**FIGUUR 6**). In Europa hebben de herzieningen van analisten voor de geraamde dividenden een bijzonder sterke opleving gezien na het dieptepunt in de zomer. Intussen blijkt uit sectorgegevens dat de belangstelling van beleggers

voor dividendgerichte strategieën wereldwijd sinds augustus gestaag is toegenomen. De waarderingen zijn ook aantrekkelijk, met hoogdividendaandelen in ontwikkelde markten die ongeveer twee standaarddeviaties onder hun gemiddelde waardering op lange termijn verhandeld worden ten opzichte van groeiaandelen. Vanuit sectorperspectief zijn financials en energie historisch gezien twee belangrijke bronnen van dividenduitbetalingen. Na het verbod op bankdividenden in het VK en de eurozone in 2020, zouden banken dankzij hun over het algemeen solide kapitaalposities op een bepaald moment volgend jaar weer dividend kunnen gaan uitbetalen, als de toezichhouders dat toestaan. Dit terwijl een herstel van de olieprijs ook de vooruitzichten voor de energiesector zou verbeteren. Toch willen we waarschuwen tegen het vertrouwen op de geschiedenis om de sterkste dividendbetalers in beeld te brengen. De veerkrachtige dividenden in segmenten als de nutsbedrijfssector, lijken goede steun te hebben om gestaag te blijven groeien, terwijl sommige meer cyclische gebieden, waaronder huizenbouwers, een sterk herstel zien. Dit alles wijst op een bredere mix van dividendbijdragen in de toekomst.

**Figuur 6: Vooruitzichten voor dividenden verbeteren**

**RATIO'S DIVIDENDHERZIENINGEN**

Opwaartse herzieningen als percentage van alle herziene dividendramingen, 3-maands voortschrijdend gemiddelde



Bronnen: IBES, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 17 november 2020.

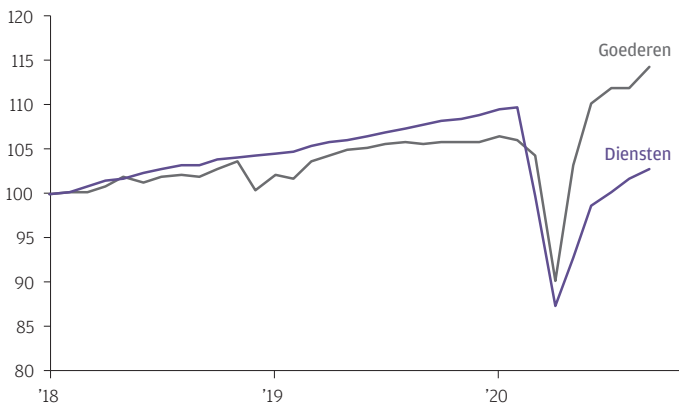
## HET COVID-WINNAARS/VERLIEZERSVERHAAL ZOU KUNNEN VERANDEREN

De zeer ongebruikelijke aard van de Covid-19-recessie heeft geleid tot grote verschillen tussen winnaars en verliezers. Vanuit een macroperspectief hebben de dienstensectoren onevenredig veel te lijden gehad van de beperkingen van de sociale distantie. Maar sommige fabrikanten hebben hiervan juist geprofiteerd, omdat huishoudens hun uitgaven hebben verlegd van ervaringen naar goederen (FIGUUR 7). Dit heeft ook gevolgen gehad voor de prestaties per regio, aangezien landen met een groot gewicht van de dienstensector, en van het toerisme in het bijzonder, over het algemeen achterbleven bij landen met een zwaarder accent op de maakindustrie.

**Figuur 7: Mensen hebben uitgegeven waar ze konden**

### CONSUMENTENBESTEDINGEN GOEDEREN EN DIENSTEN VS

Nominaal indexniveau, hergebaseerd tot 100 in januari 2018



Bronnen: BEA, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. De gegevens betreffen de laatst beschikbare per 17 november 2020.

De marktprestaties werden voor een groot deel van 2020 op dezelfde manier in tweeën gesplitst, aangezien bedrijven met een accent op technologie/online niet alleen profiteerden van hun vermogen om hun winsten te laten groeien toen er bij de meeste andere sectoren juist een enorme druk op de winsten kwam, maar ook van de daling van de disconteringsvoet die wordt gebruikt om de huidige waarde van die toekomstige winststromen te berekenen (FIGUUR 8). In de zomer bereikte het verschil in waarderingen tussen groei- en waarde aandelen een niveau dat sinds de tech-zeepbel niet meer is gezien.

De vooruitgang richting een vaccin heeft dit plaatje al veranderd, met 2021 in zicht. Op de dag dat het nieuws over een effectief vaccin uitkwam, beleefden wereldwijde waarde aandelen hun beste dag ten opzichte van groeiaandelen, sinds het bijhouden van hun prestaties. De belangrijkste vraag voor volgend jaar is hoe zeker we ervan kunnen zijn dat deze verschuiving van de winnaars naar de verliezers, blijvend zal zijn.

De waarderingen alleen al zouden kunnen suggereren dat er meer ruimte is voor deze rotatie. Ondanks de zeer sterke opleving van de achterblijvers in 2020, zoals financials en energie, sinds de aankondiging van het vaccin, hebben beide sectoren tot op heden nog steeds een grote achterstand op de brede indices. Goedkopere waarderingen zijn ook te zien in regio's met een sterker accent op waardedsectoren, zoals het VK en Europa, terwijl Amerikaanse indices er relatief duurder uitzien vanwege het gewicht van 'big tech'.

**Figuur 8: Groeiaandelen profiteerden van de verschuivingen in de bestedingen in 2020**

### KOERSRENDEMENTEN MSCI WORLD GROWTH EN VALUE

Indexniveau, hergebaseerd tot 100 in januari 2020



Bronnen: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 16 november 2020.

Met rentetarieven die begrensd worden door de schuldenlast, beschouwen wij deze uitkomst als een opwaarts risico en is dit niet onze centrale prognose.

Voorlopig denken wij dat de sleutel tot een succesvolle spreiding over sectoren van de aandelenmarkt - en dus over regio's - ligt in het onderscheid tussen seculiere en cyclische rugwinden en tegenwinden. Voor groeisectoren is de Covid-19-recessie een katalysator die jarenlange technologische vooruitgang en adoptie daarvan, heeft samengeperst in enkele kwartalen. We zijn ervan overtuigd dat bedrijven een groter deel van hun middelen zullen blijven inzetten voor technologie en zien veel begunstigden van deze seculiere verschuiving, waaronder segmenten die profiteren van de vooruitgang op het gebied van halfgeleider-technologie en de toepassing van cloud computing. In andere gevallen lijken de waarderingen van groeiaandelen er echter van uit te gaan dat de Covid-19-beperkingen een permanent stempel zullen zetten op gedragspatronen. Beleggers moeten zich ervan verzekeren dat de prijs die ze betalen voor een bedrijf een weerspiegeling is van de winstvooruitzichten en het marktaandeel dat kan worden bereikt in een post-Covid-wereld, en niet alleen in de zeer ongebruikelijke omgeving van het afgelopen jaar.

Hetzelfde debat van cyclisch versus seculier kan worden gebruikt bij de beoordeling van de kansen in waarde. Heel eenvoudig gezegd verwachten we dat bedrijven en landen die het meest te lijden hebben gehad tijdens de pandemie, het meest zullen profiteren van een vaccin. Toch kunnen medische ontwikkelingen niet voor elk bedrijf alle tegenwind wegnemen. Neem bijvoorbeeld de energiesector. Een verbetering van de economische vooruitzichten zou moeten bijdragen aan een opwaartse druk op de olieprijs naarmate de vraag normaliseert, en energie aandelen zouden dienovereenkomstig moeten profiteren. Maar er blijft seculiere tegenwind bestaan, omdat de wereld overgaat van de afhankelijkheid van fossiele brandstoffen naar hernieuwbare energiebronnen (zie *Wereldwijd momentum voor aanpak van de klimaatverandering*). Een zorgvuldige aandelenselectie zal nog steeds nodig zijn.

Kortom, de vooruitgang richting een vaccin vereist volgend jaar een

veel meer gebalanceerde aanpak, verspreid over stijlen, sectoren en regio's. Wij verwachten dat de aanzienlijke druk op Covid-19-achterblijvers zal afnemen, wat op zijn beurt tot een rotatie in de markten zou moeten leiden. Maar net zoals we niet pleiten voor een 'all-in'-benadering van groei in 2020, zien we het komende jaar ook niet als het moment om zonder onderscheid uitsluitend naar de goedkoopste aandelen te alloceren. Een vaccin zal een grote stap voorwaarts zijn, maar het zal niet alle kwalen genezen.

## HET DECENNIUM VAN AZIË

Voor beleggers werd het laatste decennium gedomineerd door de prestaties van de Amerikaanse markt. De periode bracht 10 jaar van sterke rendementen van Amerikaanse beleggingen en een appreciatie van de Amerikaanse dollar met zich mee. Naar onze mening kan het in het komende decennium de beurt zijn voor de Aziatische markten om te schitteren.

Crises leiden vaak tot seculiere verschuivingen in marktprestaties. Het einde van de dotcom-boom in 2000 betekende het einde van de outperformance van Amerikaanse groei en werd gevolgd door een periode van sterke prestaties voor waarde, opkomende markten en Europese aandelen. Na de wereldwijde financiële crisis zwaaide de slinger terug in het voordeel van de VS.

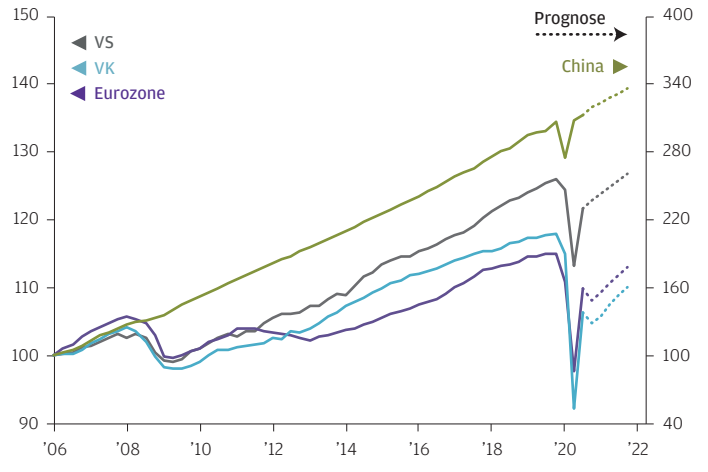
Onze verwachting dat we deze keer een soortgelijke verschuiving zullen zien, is gebaseerd op onze macrovooruitzichten en de structurele veranderingen die zich voordoen naarmate de Aziatische kapitaalmarkten rijper worden. De Noord-Aziatische economieën (China, Zuid-Korea, Taiwan), die het grootste deel van het beleggingsuniversum in Azië vertegenwoordigen, zijn succesvoller geweest in het indammen van de pandemie dan de rest van de wereld. De nieuwe dagelijkse Covid-19-gevallen per miljoen mensen, zelfs op hun piek, waren slechts een fractie van die in andere regio's. Door de beperkte uitbraken en het vermogen om infecties bij te houden, lijken deze economieën Covid-19 achter zich te hebben gelaten. Terwijl Europa en de VS nog steeds te maken hebben met aanzienlijke beperkingen om de verspreiding van het virus in te dammen, is China al weer terug op het niveau van voor de crisis (**FIGUUR 9**).

Ondanks de snelgroeiende consumentenbasis zijn de Aziatische economieën en markten nog steeds sterk afhankelijk van de dynamiek in de wereldwijde maakindustrie en handel. Maar wat voor de regio een nadeel was in de afgelopen jaren van handelsconflicten, is nu een relatieve kracht, omdat de wereldwijde consument onlangs zijn uitgaven heeft verlegd van diensten naar goederen.

**Figuur 9: China's heropleving is buitengewoon ...**

### REËLE BBP-NIVEAUS

Indexniveau, hergebaseerd tot 100 per Q1 2006



Bronnen: BEA, Bloomberg, Eurostat, Nationaal Bureau voor de Statistiek van China, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Prognoses zijn van Bloomberg contributor composite. Gegevens per 17 november 2020.

## De rentekans

Door het succes met het beheersen van de uitbraak was de fiscale en monetaire respons op de Covid-19-crisis in Azië aanzienlijk kleiner dan in Europa en de VS. Als gevolg daarvan zijn de balansen van de centrale banken minder opgezwollen en zijn de obligatierentes minder gedaald dan die van Amerikaanse staatsobligaties.

Structurele veranderingen in de obligatiemarkt van de regio vergroten de aantrekkingskracht op wereldwijde obligatiebeleggers. In het verleden hebben de beperkte toegang en de beperkte valutaconvertibiliteit verhinderd dat de Aziatische obligatiemarkten een belangrijke rol speelden voor wereldwijde beleggers. Maar met de stijgende financieringsbehoeften van de regio verandert dit snel. Na de opening van de lokale renminbi-obligatiemarkt van 15 biljoen dollar voor buitenlandse kopers, hebben internationale obligatiebeleggers nu de mogelijkheid om te investeren in Chinese staatsobligaties met een rente boven de 3%. Lokale renminbi-obligaties bieden niet alleen hogere rentes, maar hebben ook een relatief lage correlatie met obligaties van ontwikkelde markten en een return-beta van nul met wereldwijde aandelen, wat de diversificatie van portefeuilles kan bevorderen en het risicogecorrigeerde rendement kan verbeteren.

In de afgelopen 12 jaar waren de maandelijkse rendementscorrelaties tussen renminbi-obligaties en obligaties van de mondiale ontwikkelde markten 0,1. Nu China er vroeg in is geslaagd om de Covid-19-pandemie in te dammen, waardoor de economische cyclus niet meer synchroon loopt met de rest van de wereld, verwachten we dat de correlaties vooralsnog laag zullen blijven. Het feit dat de renminbi tot op zekere hoogte door de autoriteiten wordt beheerd, waardoor de valutavolatiliteit afneemt, vergroot de aantrekkingskracht eveneens.

## De groeikans

De Noord-Aziatische aandelenmarkten deden het in 2020 beter dan veel van de indices in de ontwikkelde wereld, voor een groot deel dankzij hun economische outperformance en de relatief hoge weging van tech- en online bedrijven. Wij verwachten dat deze outperformance zal voortduren, om twee redenen. Op korte termijn weerspiegelt de outperformance het feit dat de activiteit van de ontwikkelde wereld beperkt zal blijven totdat de vaccins op grote schaal worden verspreid en het leven weer normaal kan worden.

Op langere termijn worden de structurele groeivoorzichten in Azië gesteund door verstedelijking en de groei van de middenklasse. Deze trends zullen zich in het komende decennium voortzetten in drie van de dichtstbevolkte landen ter wereld - China, India en Indonesië - waardoor grote binnenlandse en door consumenten geleide markten zullen ontstaan. Het nieuwe vrijhandelsakkoord (Regional Comprehensive Economic Partnership) bestrijkt 10 ASEAN-landen en China, Japan, Zuid-Korea, Australië en Nieuw-Zeeland. Deze 15 landen vertegenwoordigen bijna een derde van het mondiale BBP. Dit zou de groeivoorzichten op lange termijn verder moeten ondersteunen. Het akkoord zal naar verwachting 90% van de tarieven tussen de

handelspartners elimineren, als alle onderdelen van een product binnen de vrijhandelszone worden vervaardigd. Deze oorsprongsregel zou de toeleveringsketens in de regio kunnen verdiepen, aangezien dit de ondertekenaars aanmoedigt om de volledige toeleveringsketen binnen de nieuwe vrijhandelszone op te bouwen.

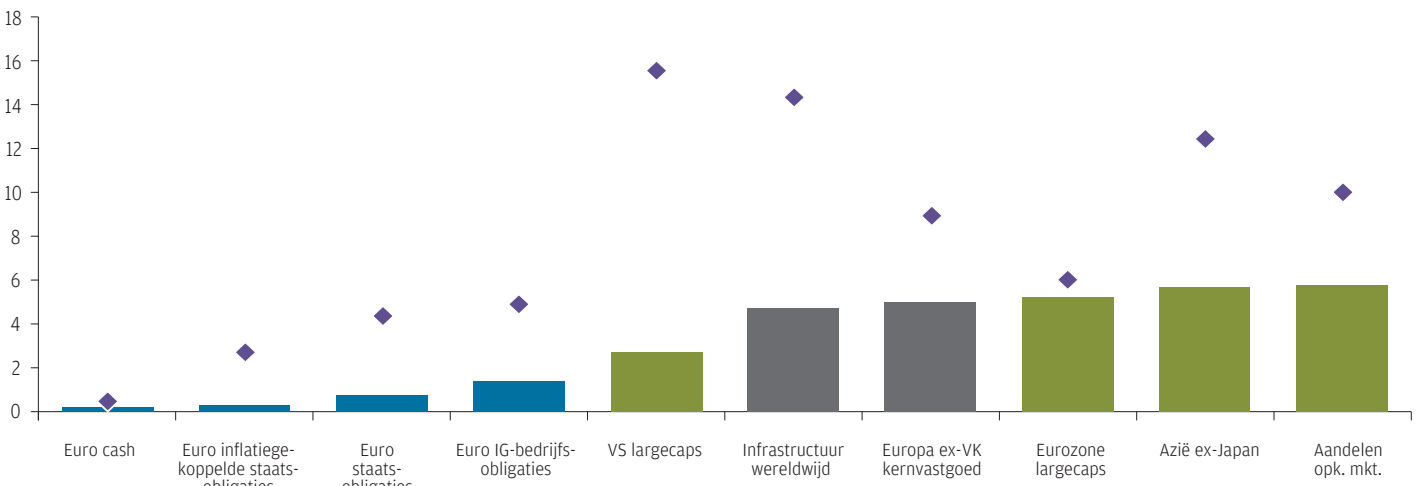
Hierdoor krijgen Aziatische bedrijven de komende jaren volop kansen om te groeien. Het streven van China om verder op te klimmen in de waardeketen, dat in het laatste vijfjarenplan wordt gepresenteerd, zou de overgang naar een economie met een hoog inkomen moeten vergemakkelijken en het land moeten helpen om de negatieve gevolgen van de verslechterende demografische ontwikkeling op te vangen. Aziatische aandelen kenden al een sterk 2020. Toch duiden onze 2021 Long-Term Capital Market Assumptions erop dat Aziatische aandelen nog steeds het potentieel hebben om de komende 10 tot 15 jaar, 2,2% per jaar beter te presteren dan hun evenknieën in de ontwikkelde markten (**FIGUUR 10**). De toenemende tekenen dat de 10 jaar oude USD-bullmarkt aan het vervagen is, versterken onze visie dat de komende 10 jaar misschien wel het decennium van Azië gaan worden.

Figuur 10: Aziatische aandelen ogen gunstig volgens onze langetermijnprognoses

### 2021 LONG-TERM CAPITAL MARKET ASSUMPTIONS: VERWACHTE RENDEMENTEN KOMENDE 10-15 JAAR

%, rendement op jaarbasis in EUR

■ Aandelen ■ Vastrentend ■ Alternatieven ◆ Rendement sinds 2009



Bron: 2021 Long-Term Capital Market Assumptions, J.P. Morgan Multi-Asset Solutions, J.P. Morgan Asset Management. De rendementen zijn nominaal en in EUR. Rendementen uit het verleden zijn berekend vanaf begin 2009 tot eind oktober 2020, of de meest recente beschikbare gegevens. De projecties in bovenstaande grafiek zijn gebaseerd op de eigen kapitaalmarktaannames op lange termijn (10-15 jaar) van J.P. Morgan Asset Management voor de rendementen van de belangrijkste beleggingscategorieën. De resulterende prognoses omvatten alleen het benchmarkrendement dat aan de portefeuille is verbonden en omvatten geen alfa van de onderliggende productstrategieën binnen elke beleggingscategorie. De aannames worden alleen ter illustratie gepresenteerd. Gegevens per 31 oktober 2020.



## WERELDWIJD MOMENTUM VOOR AANPAK VAN DE KLIMAATVERANDERING

Gedurende een groot deel van de afgelopen jaren leek de aanpak van de klimaatverandering slechts een Europese prioriteit te zijn. De Europese beleidsmakers hebben zeker het voortouw genomen: al vóór de terugtrekking van de VS uit het Akkoord van Parijs had de EU ambitieuzere reductiedoelstellingen vastgesteld en had deze meer vooruitgang geboekt bij het bereiken van die doelstellingen. Bovendien zijn de inspanningen van de EU in 2020 verder toegenomen met de toezegging van de Commissie om zijn groene investeringen in het kader van de Green Deal op te voeren en 30% van het Europese Herstelfonds te besteden aan groene initiatieven.

Als we naar 2021 kijken, zien we een toename van het mondiale momentum in de aanpak van de klimaatverandering, die geformaliseerd zou kunnen worden tijdens de 26e Climate Change Conference van de Verenigde Naties, ook bekend als COP26, die in november 2021 in Glasgow zal plaatsvinden. Dit zou verstrekkende gevolgen kunnen hebben voor de manier waarop we leven, produceren en consumeren, wat van invloed zal zijn op het belevingslandschap.

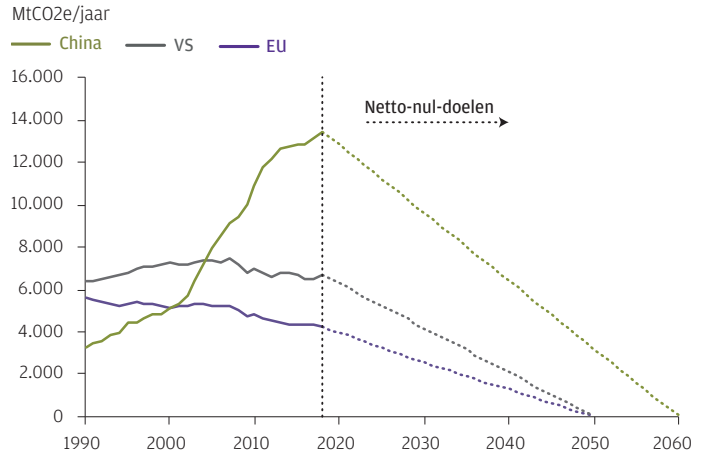
De verkiezing van Joe Biden in de VS draagt in belangrijke mate bij aan onze verwachtingen van een groter momentum. De gekozen president heeft verklaard dat hertoetreding tot het Akkoord van Parijs direct een prioriteit zal zijn. Naast het gaan hanteren van een multilaterale aanpak van klimaatverandering in het buitenland, heeft Biden de ambitie om de klimaatverandering in eigen land aan te pakken met de ondertekening van een reeks uitvoeringsbesluiten om ervoor te zorgen dat “de VS een 100% schone energie-economie bereikt en een netto-nul-uitstoot uiterlijk in 2050”. Maar omdat Joe Biden het land meer dan waarschijnlijk zal moeten regeren met een verdeeld Congres, zal hij zich moeten richten op fiscale lokkertjes om zijn klimaatdoelstellingen te bereiken, in plaats van harde maatregelen (zoals belastingen), teneinde de steun van de Republikeinen te winnen.

Ook China heeft dit jaar zijn voornemen versterkt door in het kader van zijn nieuwe vijfjarenplan prioriteit te geven aan duurzame groei. Het heeft zich tot doel gesteld om tegen 2060 CO<sub>2</sub>-neutraal te zijn. Hoewel dit minder ambitieus lijkt dan de doelstelling van de EU en Biden voor 2050, zou het een belangrijke stap voorwaarts betekenen ten opzichte van het traject dat China tot nu toe heeft afgelegd. Er zal meer nadruk worden gelegd op de kwaliteit dan op de kwantiteit van de economische groei - met toenemende maatregelen om de CO<sub>2</sub>-uitstoot aan te pakken en de bescherming van het milieu gestalte te geven.

**FIGUUR 11** laat zien hoe ver de EU, de VS en China momenteel verwijderd zijn van hun emissiedoelstellingen. De inspanningen zullen in de komende jaren aanzienlijk moeten worden geïntensiveerd. Voor de regeringen biedt dit een kans om twee vliegen in één klap te slaan - om zowel te vergroenen als om hun economie weer op gang te brengen. Een hoge overheidsschuld kan de bestedingsambities afremmen, maar dit leidt er waarschijnlijk toe dat beleidsmakers regelgeving gaan inzetten om ervoor te zorgen dat particulier kapitaal een kernonderdeel van de oplossing vormt. Ook dit is iets dat beleggers moeten begrijpen.

**Figuur 11: Alle regio's zullen hun inspanningen moeten opvoeren om hun klimaatdoelstellingen te bereiken**

### EMISSIEDOELSTELLINGEN

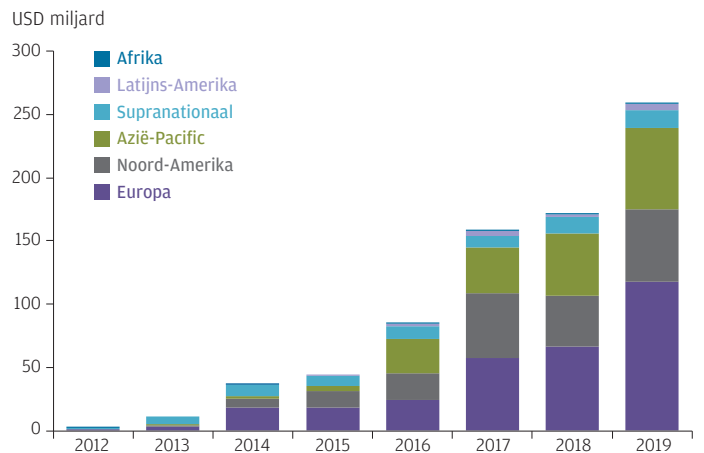


Bronnen: ClimateActionTracker, J.P. Morgan Asset Management. MtCO<sub>2</sub>e is metrische tonnen kooldioxide-equivalent. Gegevens per 31 oktober 2020.

De verwachte stroom aan groene infrastructuurprojecten in de komende jaren, oplopend tot in de biljoenen dollars, biedt aanzienlijke mogelijkheden voor beleggers in aandelen, vastrentende waarden en reële activa. De relatief jonge markt voor groene obligaties en de wereldwijd snelgroeiende uitgifte ervan, zijn een nuttige indicator voor de ontwikkeling van deze kans (**FIGUUR 12**). De vraag naar groene obligaties zal waarschijnlijk ondersteund blijven door de invloed van regulering. Ook kijken centrale banken, zoals de ECB, die klimaatverandering in toenemende mate als onderdeel van hun mandaat beschouwen, naar de rol van groene obligaties in hun brede monetaire beleidsoperaties. Dat kan zorgen voor een relatief prijsvoordeel voor groene obligaties, ten opzichte van andere obligaties met vergelijkbare ratings en looptijden.

**Figuur 12: Verwacht wordt dat de uitgifte van groene obligaties sterk zal blijven groeien**

### UITGIFTE VAN GROENE OBLIGATIES PER REGIO



Bronnen: Climate Bonds Initiative, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 17 november 2020.

## HEROVERWEGEN VAN DE 60:40-PORTEFEUILLE

Staatsobligaties zorgden vroeger zowel voor inkomsten als het vooruitzicht op een sterk positief rendement tijdens een recessie. Het in evenwicht brengen van een belang in aandelen met een aanzienlijke positie in staatsobligaties werd daarom een kernbeginsel van portefeuilleopbouw. Maar vandaag de dag bieden staatsobligaties door hun zeer lage rentes weinig inkomsten of opwaarts potentieel, waardoor beleggers gedwongen zijn om hun benadering van zowel diversificatie als het genereren van inkomsten te heroverwegen.

In het komende decennium zal een traditionele allocatie op de euromarkt van aandelen/obligaties in een 60:40-verhouding naar verwachting slechts ongeveer 3,5% per jaar opleveren (schatting LTCMA 2021). Veel beleggers eisen echter hogere opbrengsten en hogere rendementen voor hun portefeuilles.

### Op zoek naar hogere inkomsten

**FIGUUR 13** toont een reeks vastrentende beleggingscategorieën die inkomsten bieden en hun correlatie met wereldwijde aandelen. Hoewel hogere renteopbrengsten beschikbaar zijn voor beleggers die bereid zijn verder te kijken dan staatsobligaties van ontwikkelde markten, is het de uitdaging om een vastrentende portefeuille met voldoende opbrengsten op te bouwen zonder de correlatie met aandelen te vergroten tot een oncomfortabel niveau.

Beleggers vinden het mogelijk een goede zaak om een groter deel van hun vastrentende allocatie te verschuiven naar krediet, in de veronderstelling dat eventuele neerwaartse risico's worden begrensd door de interventie van centrale banken. We waarschuwen echter voor het loslaten van de focus op de fundamentals. Gezien de aanhoudende onzekerheden op korte termijn kunnen beleggers die hun eerste stappen zetten op de kredietmarkten, er baat bij hebben om zich te concentreren op de segmenten met de hoogste kwaliteit. Wij houden ook goed in gedachten dat de afhankelijkheid van de steun van

centrale banken, risico's kan opleveren die vergelijkbaar zijn met de taper-tantrum-gebeurtenissen uit 2013.

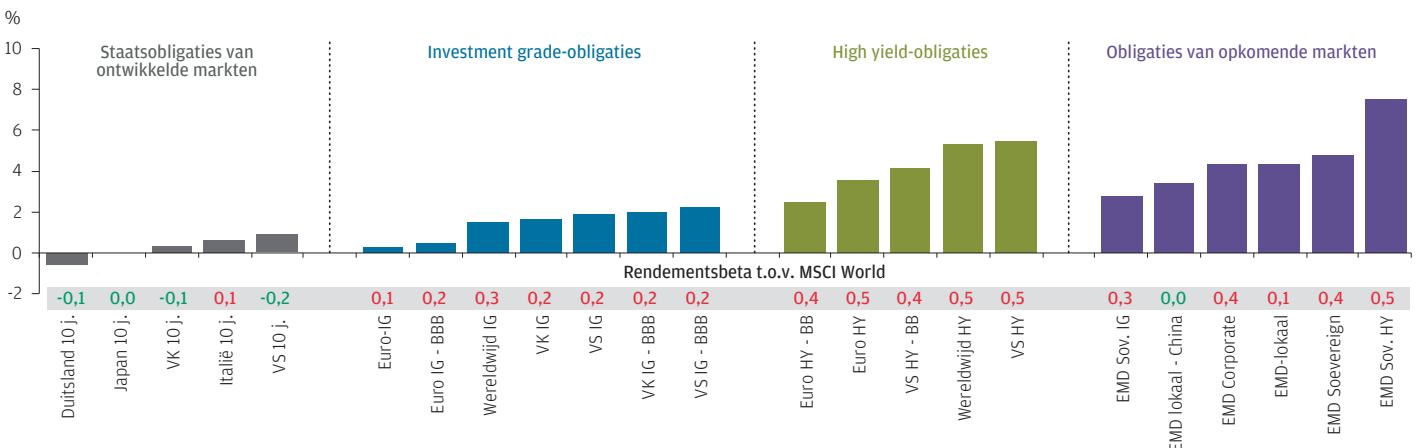
Chinese staatsobligaties bieden een potentiële oplossing, met een rendement van 2-3% afhankelijk van de looptijd, naast het ontbreken van een correlatie met wereldwijde aandelen en het potentieel voor valuta-appreciatie op lange termijn. Flexibele vastrentende strategieën met een doelstelling gericht op absoluut rendement, kunnen ook helpen.

Buiten vastrentende waarden kunnen reële activa, zoals vastgoed en met name infrastructuur, een aantrekkelijker rendement bieden in ruil voor een lage liquiditeit. Hoewel vastgoed duidelijk onder druk is komen te staan door Covid, geloven we niet dat mensen voor altijd vanuit huis zullen werken, aangezien een van de belangrijkste voordelen van kantoren - het aanwezig zijn van iedereen op dezelfde plek op hetzelfde moment - niet gemakkelijk kan worden vervangen. Omdat de behoefte aan kantoorruimte wordt gevoed door de piekvraag, bijvoorbeeld op een maandag, kan de post-pandemische vraag robuuster blijken dan sommigen vrezen. Ook zal winkelen niet volledig online worden. De toename van online winkelen vormt weliswaar een uitdaging voor bepaald winkelvastgoed, maar het creëert daarentegen ook kansen voor magazijnen.

Kerninfrastructuur heeft zowel tijdens deze recessie als tijdens de laatste financiële crisis een opmerkelijk consistente en defensieve inkomstenstroom laten zien. Infrastructuur biedt rendementen van bijna 7% en toegang tot betrouwbare, door contracten of regelgeving gewaarborgde kasstromen, samen met het potentieel voor kapitaalgroei en inflatiebescherming. Hierdoor kan infrastructuur mogelijk een steeds belangrijkere rol spelen in beleggingsportefeuilles, dit voor degenen die er toegang toe hebben en zich comfortabel voelen bij het gebrek aan onderliggende liquiditeit.

**FIGUUR 13: Beleggers zullen verder moeten kijken om de beste balans tussen rendement en risico te krijgen**

#### RENTEOPBRENGSTEN VASTRENTENDE WAARDEN



Bronnen: Bloomberg, Bloomberg Barclays, ICE BofA, J.P. Morgan Economic Research, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Beta t.o.v. MSCI World wordt berekend op basis van het maandelijkse totaalrendement sinds 2008. De gebruikte indices zijn als volgt: Euro IG: Bloomberg Barclays Euro-Aggregate - Corporate; Wereldwijd IG: Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporate; VK IG: Bloomberg Barclays Sterling Aggregate - Corporate; VS IG: Bloomberg Barclays US Aggregate - Corporate; Euro HY: ICE BofA Euro Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained Index; Wereldwijd HY: ICE BofA Global High Yield Index; VS HY: ICE BofA US High Yield Constrained Index; EMD Corporate: CEMBI Broad Diversified; EMD lokaal: GBI-EM Global Diversified; EMD lokaal - China: GBI-EM China; EMD Sovereign: EMBI Global Diversified; EMD Sov. IG: EMBI Global Diversified IG; EMD Sov. HY: EMBI Global Diversified HY. Gegevens per 17 november 2020.

## Streven naar diversificatie

Het toevoegen van hogerrendend krediet, vastgoed en infrastructuur aan een portefeuille kan helpen om een deel van de inkomsten te vervangen die staatsobligaties vroeger boden, terwijl dit ook zorgt voor enige diversificatie naast aandelen. Toch moeten beleggers mogelijk elders zoeken naar het soort neerwaartse bescherming dat staatsobligaties traditioneel bieden.

Van de beschikbare hedgefondsstrategieën zorgden macrofondsen in het verleden consistent voor de beste bescherming van portefeuilles tijdens bearmarkten. Hoewel de rendementsverwachtingen voor macrofondsen als geheel relatief laag zijn, kan een goede selectie van managers helpen om het rendement te verhogen tijdens bullmarkten,

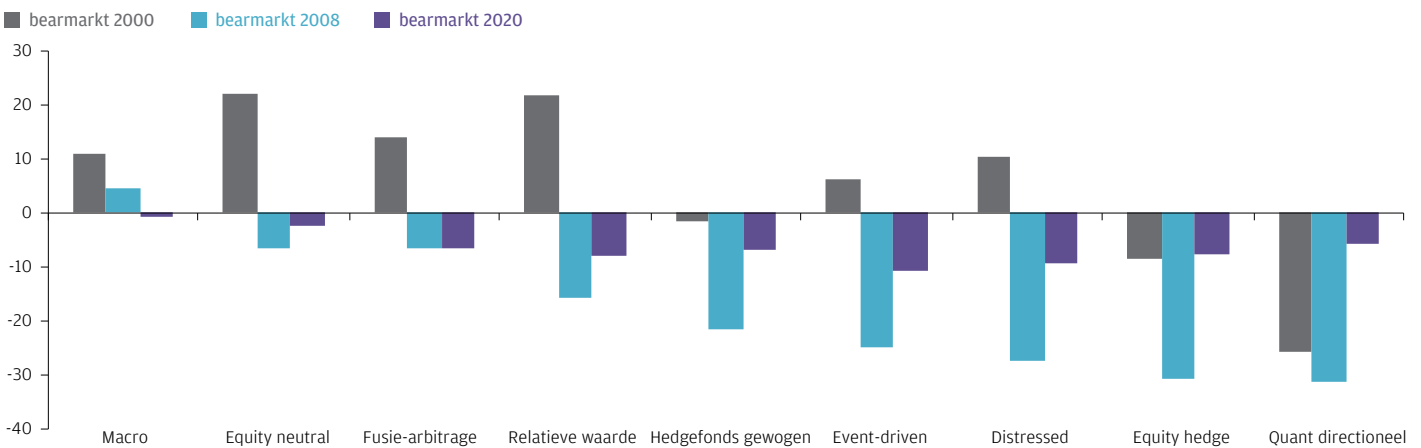
terwijl ze toch neerwaartse bescherming bieden tijdens bearmarkten (FIGUUR 14).

Samenvattend kan worden gesteld dat staatsobligaties weliswaar nog steeds voor enige diversificatie kunnen zorgen, maar dat ze veel minder inkomsten en opwaarts potentieel bieden dan vroeger en kwetsbaar zijn voor een mogelijke opleving van inflatie en/of groei. Door vastgoed-, infrastructuur- en macrostrategieën aan portefeuilles toe te voegen, kunnen beleggers zowel hun risicocorrigeerde inkomsten als rendementen verhogen ten opzichte van een traditionele portefeuille van aandelen en obligaties (FIGUUR 15).

**Figuur 14: Macrofondsen bieden vaak neerwaartse bescherming**

### RENDEMENTEN PER HEDGEFONDSSTIJL TIJDENS BEARMARKTEN

% totaalrendement

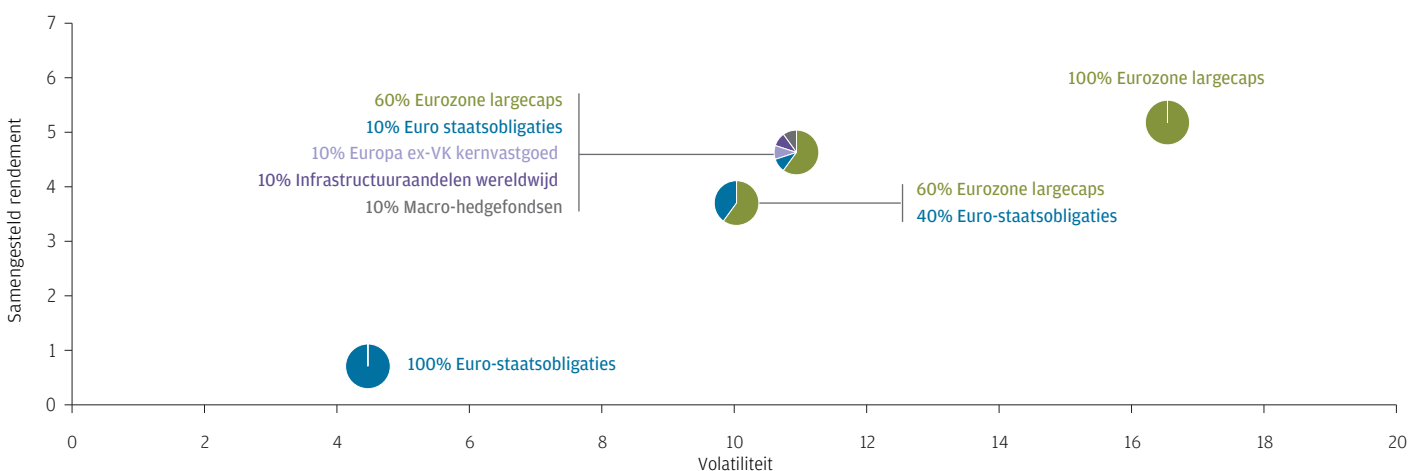


Bronnen: Hedge Fund Research Indices (HFRI), Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. De bearmarkt van 2000 is van 31 maart 2000 tot 31 oktober 2002, de bearmarkt van 2008 is van 31 oktober 2007 tot 28 februari 2009, de bearmarkt 2020 is van 31 januari 2020 tot 30 april 2020. Hedgefondsstrategieën zijn gedefinieerd in het classificatiesysteem van de HFRI-hedgefondsstrategie. Gegevens per 17 november 2020.

**Figuur 15: Het toevoegen van alternatieven kan het risico/rendementsprofiel van een portefeuille helpen verbeteren**

### VERWACHTE RENDEMENTEN EN VOLATILITEIT VOOR EEN EURO-BELEGGER IN DE KOMENDE 10-15 JAAR

% jaarlijks samengesteld rendement



Bronnen: Long-Term Capital Market Assumptions, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. De verwachte rendementen en de volatiliteitsaannames hebben betrekking op de komende 10-15 jaar. Prognoses zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 oktober 2020.

## CENTRALE PROJECTIES EN RISICO'S

Ons kernscenario is een relatief krachtig herstel in de tweede helft van 2021. Maar gezien het ongekende karakter van zowel de schok van Covid-19 als de beleidsreactie daarop, mogen we de risico's niet onderschatten. Naar onze mening is het belangrijkste opwaartse risico dat de vaccins tegen Covid-19 sneller worden uitgerold en het herstel wereldwijd sterker en meer gesynchroniseerd zal zijn. Ons neerwaartse risico is gericht op een onverwachte stijging van de inflatie die noodzaakt tot een snellere afbouw van de monetaire stimulering dan de markt op dit moment verwacht.

	NEERWAARTS	CENTRAAL	OPWAARTS
<b>MACRO-SCENARIO</b>	<p><b>INFLATIE/TAPER TANTRUM</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>De inflatie herstelt zich sneller dan verwacht.</li> <li>Centrale banken stoppen met versoepelen, worden strenger.</li> <li>Rentecurves worden steiler, waardoor de schuldenlast toeneemt.</li> <li>Overheden bouwen fiscale steun af.</li> <li>Bedrijven richten zich op het afbouwen van de schuldenlast.</li> </ul>	<p><b>ROBUUST HERSTEL IN H2</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>De activiteit blijft zwak tijdens de winter. Vaccin wordt in H1 uitgerold, waardoor de economie in het derde kwartaal volledig kan heropenen. De groei versnelt en verbreedt zich.</li> <li>De centrale banken geven aan de rente laag te willen houden tot ver in de cyclus en de aankoop van activa in ieder geval in H1 te willen voortzetten. (rente 10-jaars staatsobligaties VS &lt;1,5%).</li> <li>Brexit-akkoord en Herstelfonds EU geratificeerd.</li> <li>Regeringen gaan niet bezuinigen, maar worden ook geen belangrijke bron van nieuwe stimulering.</li> <li>Groei in Noord-Azië hoger dan in de VS en de eurozone.</li> </ul>	<p><b>STERKE, GESYNCHRONISEERDE WERELDWIJDE GROEI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Medische oplossing is snel en eenvoudig te distribueren en vergemakkelijkt een snelle heropening in H1.</li> <li>De inhaalvraag van consumenten is sterker dan verwacht.</li> <li>De fiscale autoriteiten kondigen grootschalige investeringspakketten aan om de groei te stimuleren en de ongelijkheid te verminderen.</li> <li>De inflatiedruk neemt toe, maar onvoldoende om centrale banken te laten stoppen met lage rentes.</li> <li>Multilaterale coördinatie om handel te bevorderen en investeringen om klimaatverandering aan te pakken.</li> </ul>
<b>MARKT-SCENARIO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aandelen dalen en presteren minder dan staatsobligaties.</li> <li>Vastrentende waarden onder druk naarmate carry trades zich afwikkelen. High yield (HY) daalt het meest significant, maar ook investment grade (IG) wordt geraakt door veranderde beeldvorming over het vangnet van centrale banken. Index-gekoppelde obligaties zorgen voor outperformance.</li> <li>Opkomende markten presteren ondermaats in aandelen, vastrentende waarden en valuta's.</li> <li>Kerninfrastructuur en vastgoed zorgen voor outperformance.</li> <li>Dollar sterkt aan.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Overweging van aandelen.</li> <li>Reële rendementen van staatsobligaties onder druk. Vastrentende mogelijkheden beperkt tot IG en selectief, kwaliteitsvol HY en EMD.</li> <li>Rotatie van cyclische Covid-winnaars/ verliezers (bijv. e-commerce naar detailhandel in winkels).</li> <li>Seculiere thema's blijven ondersteunend voor groeisegmenten en uitdagend voor waardesegmenten, waardoor een volledige stijlrotatie uitblijft.</li> <li>Aziatische aandelen en vastrentende waarden zorgen voor outperformance.</li> <li>Langetermijnkans voor redelijk gewaardeerde bedrijven die oplossingen bieden voor de klimaatverandering.</li> <li>Focus op bedrijven met goede screenings op ESG-kenmerken.</li> <li>Focus op alternatieve diversificatiemiddelen en inkomstengenererende activa (macrofondsen, reële activa).</li> <li>De dollar verzwakt gestaag, op brede basis.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Grote overweging van aandelen.</li> <li>Reële rendementen van vastrentende kernwaarden worden sterk op de proef gesteld. De rentecurve wordt steiler. HY en EMD (emerging market debt) hebben de voorkeur.</li> <li>Sterk waarde- en cyclisch herstel, met name van financiële sector. Smallcaps leveren outperformance.</li> <li>Outperformance door Europa/VK/ brede opkomende markten.</li> <li>Dollar verzwakt materieel, op brede basis.</li> </ul>

EMEA MARKET INSIGHTS STRATEGY TEAM

**Karen Ward**  
*Managing Director*  
*Chief Market Strategist for EMEA*  
 Londen

**Tilmann Galler, CFA**  
*Executive Director*  
*Global Market Strategist*  
 Frankfurt

**Lucía Gutierrez Mellado**  
*Executive Director*  
*Global Market Strategist*  
 Madrid

**Vincent Juvvyns**  
*Executive Director*  
*Global Market Strategist*  
 Luxemburg

**Maria Paola Toschi**  
*Executive Director*  
*Global Market Strategist*  
 Milaan

**Michael Bell, CFA**  
*Executive Director*  
*Global Market Strategist*  
 Londen

**Hugh Gimber, CFA**  
*Vice President*  
*Global Market Strategist*  
 Londen

**Jai Malhi, CFA**  
*Associate*  
*Global Market Strategist*  
 Londen

**Ambrose Crofton, CFA**  
*Associate*  
*Global Market Strategist*  
 Londen

**Max McKechnie**  
*Associate*  
*Market Analyst*  
 Londen

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

Voor de toepassing van MiFID II worden de JPM Market Insights en Portfolio Insights-programma's aangemerkt als marketingcommunicatie en vallen deze niet onder de MiFID II/ MiFIR-vereisten die specifiek betrekking hebben op beleggingsonderzoek. Verder zijn de J.P. Morgan Asset Management Market Insights en Portfolio Insight-programma's, als niet-onafhankelijk onderzoek, niet opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten die bedoeld zijn om de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek te bevorderen, en ook zijn ze niet onderworpen aan enig verbod om te handelen voorafgaand aan de verspreiding van beleggingsonderzoek.

Dit document omvat algemene communicatie, uitsluitend bedoeld ter informatie. Het is in zijn aard bedoeld om kennis te verstrekken en is niet bedoeld als advies of aanbeveling voor specifieke beleggingsproducten, strategieën, planmogelijkheden of andere doelen in welke jurisdictie dan ook. Ook omvat het geen verplichting van J.P. Morgan Asset Management of zijn filialen om te participeren in de in dit document genoemde transacties. Alle gebruikte voorbeelden zijn algemeen van aard, hypothetisch en alleen bedoeld ter illustratie. Dit materiaal bevat niet voldoende informatie om een beleggingsbeslissing op te baseren en er mag door u niet op vertrouwd worden om het beleggen in effecten of beleggingsproducten op zijn merites te beoordelen. Daarnaast wordt aangeraden aan gebruikers van dit document om een onafhankelijke beoordeling te maken van de implicaties op juridisch gebied, reguleringsgebied, belastinggebied, boekhoudkundig gebied en kredietgebied, en om samen met hun professionele adviseurs te bepalen of beleggingen die hierin worden genoemd, geschikt worden geacht voor hun persoonlijke doelen. Beleggers moeten ervoor zorgen dat zij alle beschikbare informatie verkrijgen alvorens hun beslissing te nemen. Alle genoemde voorspellingen, cijfers of beleggingstechnieken en -strategieën zijn uitsluitend vermeld ter informatie, en zijn gebaseerd op bepaalde aannames en huidige marktomstandigheden. Ze kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Alle vermelde informatie wordt nauwkeurig geacht op het moment van opstellen, maar de nauwkeurigheid is niet gegarandeerd en er is geen aansprakelijkheid voor fouten of omissies. Opgemerkt zij dat de waarde van beleggingen en de opbrengsten die deze genereren, kunnen fluctueren al naar gelang de marktomstandigheden en fiscale regels. De mogelijkheid bestaat dat beleggers niet het volledige bedrag van hun oorspronkelijke belegging terugkrijgen. Rendementen en opbrengsten uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten.

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 die u ons mededeelt, worden verzameld, opgeslagen en verwerkt door J.P. Morgan Asset Management, in overeenstemming met het privacybeleid; [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy).

Dit document is 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.

© 2020 JPMorgan Chase & Co

LV-JPM52994 | 12/20 | NL | 0903c02a82a9817d