Investment Outlook 2024

Te vroeg voor een overwinningsrondje

Auteurs

Karen Ward
Chief Market Strategist for EMEA

Paola Toschi
Global Market Strategist

Tilmann Galler
Global Market Strategist

Vincent Juvyns
Global Market Strategist

Hugh Gimber
Global Market Strategist

Max McKechnie
Global Market Strategist

Natasha May
Global Market Analyst

Zara Nokes
Global Market Analyst

In het kort

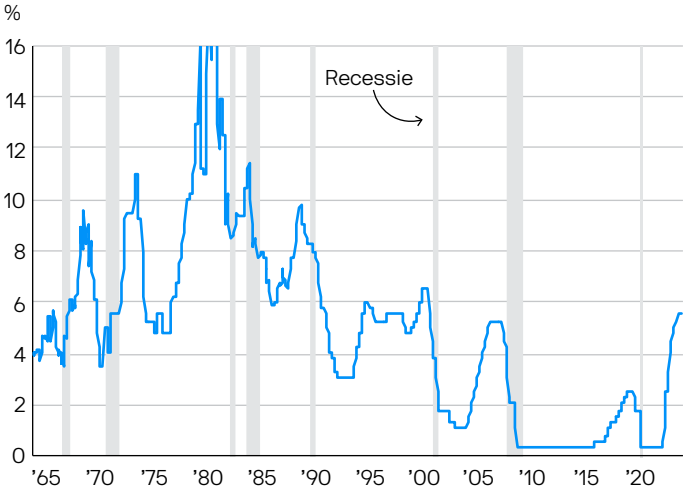
- Op weg naar 2024 heeft een combinatie van solide activiteit en dalende inflatie ervoor gezorgd dat het marktverhaal steeds meer verschuift naar het vooruitzicht van een zachte landing.
- Wij zijn iets sceptischer. Ook al zijn westerse economieën misschien minder rentegevoelig dan in het verleden, toch verwachten we dat de 'lange en variabele vertragingen' van de transmissie van monetair beleid op zijn minst deels een verklaring zijn voor de economische veerkracht die we tot nu toe hebben gezien.
- Wij denken dat het te vroeg is voor centrale banken om nu al de overwinning uit te roepen op de inflatie, en we verwachten dat renteverlagingen in 2024 waarschijnlijk niet zullen voorkomen dat de economie verzwakt.
- Wij denken daarom dat de rente later zou kunnen dalen dan de markt nu verwacht, maar uiteindelijk ook verder kan dalen dan voorspeld.
- Wij denken dat beleggers zich zouden moeten focussen op het vastleggen van de rentes die momenteel op de obligatiemarkt worden aangeboden. Gerichte alternatieve beleggingen kunnen naast de rol van obligaties als diversificatiemiddel zorgen voor extra diversificatie tegen verschillende risico's. Binnen aandelen rechtvaardigt mogelijke druk op de marges een focus op kwaliteit en inkomsten.

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

Het is buitengewoon hoe het marktverhaal in de loop van 2023 is veranderd. Aan het begin van het jaar was de overheersende mening dat we vastzaten in de greep van stagflatie in jaren 70-stijl. Met centrale banken die op de rem trapten is het geen wonder dat zovelen, waaronder wijzelf, een recessie verwachtten. Dat is meestal wat er gebeurt als de rentetarieven zo sterk stijgen.

Figuur 1: Gewoonlijk veroorzaakt monetaire verkrapping recessies

Amerikaanse Fed funds-rente



Bronnen: Federal Reserve, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Recessieperiodes zijn gedefinieerd aan de hand van de data van de conjunctuurcycli van het Amerikaanse National Bureau of Economic Research (NBER). Gegevens per 15 november 2023.

De economieën hebben tot nu toe echter opmerkelijk goed gereageerd op hogere rentetarieven. In combinatie met tekenen dat de pandemiegerelateerde inflatie afneemt, is het marktverhaal verschoven naar het vooruitzicht van een zachte landing. De obligatiemarkten zijn enthousiast over renteverlagingen, de spreads liggen op of onder historische gemiddelden in de meeste creditsectoren en aandelenanalisten voorspellen dubbelcijferige winstgroei voor 2024.

Als dit uitkomt, zou het een buitengewoon succes zijn voor de centrale banken. Maar we willen tot voorzichtigheid manen om niet te vroeg een overwinningsrondje te maken. Het zijn de 'lange en variabele vertragingen' in het monetaire beleid waar economische voorspellers zo vaak last van hebben. Als het consumentenvertrouwen kantelt, kantelt het snel. Gemiddeld over de laatste 12 recessies bedroeg de groei van het Amerikaanse BBP in het kwartaal voorafgaand aan een recessie 3% in reële termen en 7% in nominale termen. Het voorspellen van de richting van economieën is moeilijk, maar het voorspellen van het moment van een recessie is nog moeilijker.

Lange en variabele vertragingen

Iedereen die zich een beeld vormt voor 2024 moet beginnen met de volgende vraag: bijten de rentes nog?

Als de economieën hogere rentes aankunnen, zou de impact op risicovolle activa positief moeten zijn, maar voor kernobligaties zouden er meer problemen in het verschiet kunnen liggen, aangezien de obligatiemarkten nog steeds reikhalzend uitkijken naar lagere rentes. Als wat we in 2023 hebben gezien echter de gebruikelijke 'lange en variabele vertragingen' zijn in de transmissie van het monetaire beleid, dan zouden beleggers voorzichtig moeten zijn met risicovolle activa. In plaats daarvan zouden ze hun aandacht moeten richten op de verzekering die kwaliteitsvolle obligaties bieden als de verwachte renteverlagingen, en meer, werkelijkheid worden.

Er zijn redenen waarom westerse economieën iets minder rentegevoelig zijn dan in het verleden. De totale schuld van de private sector is iets lager dan de laatste keer dat de rentes de huidige niveaus bereikten. En de grote hoeveelheid schuld die de afgelopen jaren is ontstaan, is opgebouwd door de overheid.

Verder zijn de bestaande hypotheekschulden gefinancierd tegen een langer vaststaande rente. Veel huishoudens in de VS hebben geprofiteerd van de lage rentetarieven tijdens de pandemie en de typische hypotheek is vastgezet voor 30 jaar. Tenzij deze huishoudens ervoor kiezen, of gedwongen worden, om te verhuizen, zijn ze immuun voor wat er gebeurt bij de Federal Reserve.

Figuur 2: Veel huishoudens in VS hebben lage hypotheekrente vastgezet

Amerikaanse aanvragen voor hypotheekherfinanciering en 30-jaars hypotheekrente

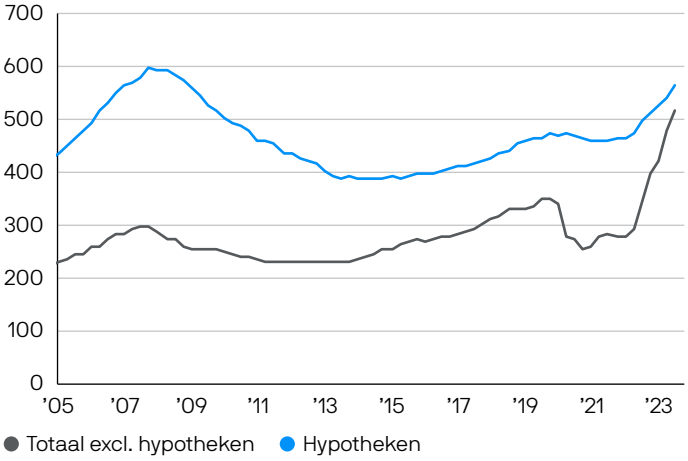
Indexniveau (links); % (rechts)

Bronnen: Federal Home Loan Mortgage Corporation, LSEG Datastream, Mortgage Bankers Association of America, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 15 november 2023.

In Europa maakten huishoudens ook gebruik van besparingen tijdens de pandemie om schulden af te lossen. Ten opzichte van de VS is in Europa een groter deel van de huishoudens hypotheekvrij, en de rente begon er te stijgen vanaf een veel lagere basis. Er zijn echter enkele regio's waar herfinanciering tegen hogere hypotheekrentes nog steeds een belangrijke rem zal zijn op weg naar 2024, met name in het VK.

De situatie is niet zo gunstig als we kijken naar niet-hypothecaire schulden, waar de rente nog steeds grotendeels variabel is. In de VS zijn de totale uitgaven aan rentebetalingen de afgelopen maanden duidelijk gestegen en het aantal wanbetalingen op auto- en creditcardleningen heeft het hoogste niveau in meer dan 10 jaar bereikt.

Figuur 3: De rente op niet-hypothecaire schuld begint te bijten
Persoonlijke rentebetalingen in de VS
Miljarden USD

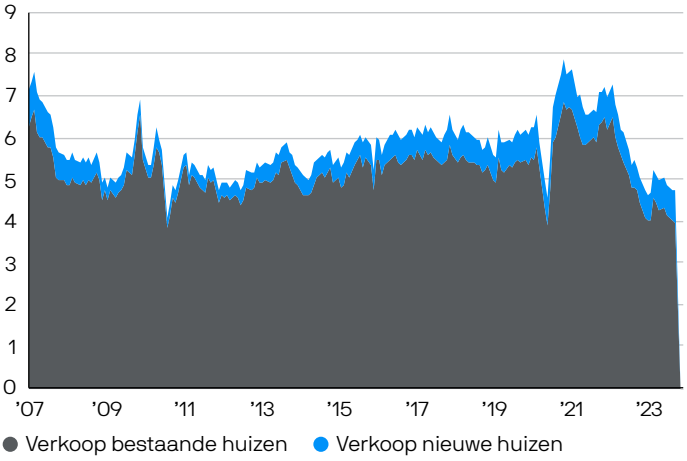


Bronnen: BEA, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 15 november 2023.

Bedrijven profiteerden een paar jaar geleden ook van de lagere rente. Maar de hoeveelheid bedrijfsschulden die moet worden geherfinancierd tegen hogere rentetarieven begint de komende twee jaar aanzienlijk op te lopen.

De kosten van nieuwe leningen zijn hoog. Huizenbezitters in de VS hebben nu te maken met een 30-jaars hypotheekrente van bijna 8%, wat op basis van de huidige huizenprijzen circa 26% van het mediane inkomen zou opslokken.[1] In het VK zijn de equivalente cijfers respectievelijk 5% (voor een vaste rente van 5 jaar) en 38%.[2] Het is dan ook geen wonder dat de woningbouwactiviteit onder druk staat. Amerikaanse ontwikkelaars zijn er relatief goed in geslaagd om de activiteit gaande te houden door hun eigen kortingstarieven aan te bieden, maar deze prikkels lijken onhoudbaar. De bouw- en huisvestinggerelateerde uitgaven zullen waarschijnlijk matig blijven.

Figuur 4: De Amerikaanse huizenmarkt is tot stilstand gekomen
Huizenverkoop VS
Miljoenen, seizoensgecorrigeerd



Bronnen: LSEG Datastream, National Association of Realtors, US Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 15 november 2023.

Over het algemeen zijn we voorzichtig met het idee dat economieën gemakkelijk een rente aankunnen van 5% of meer in de VS en het VK, en 4% in de eurozone. We verwachten dat de schade van hogere rentes de komende maanden steeds duidelijker zal worden in de cijfers over de consumenten- en bedrijfsbestedingen.

Fiscale uitgaven zijn weer in de mode

Een factor die de impact van hogere rentes heeft verzacht, is het aanhoudende expansieve fiscale beleid. In de VS bleven een aantal pandemiegerelateerde belastingmoratoria, zoals voor de terugbetaling van studieleningen, gedurende een groot deel van 2023 bestaan. Daarnaast hebben we de introductie gezien van meerjarige stimuleringsprogramma's ter waarde van meerdere biljoenen dollars in de vorm van de CHIPS and Science Act, de JOBS Act en de Inflation Reduction Act.

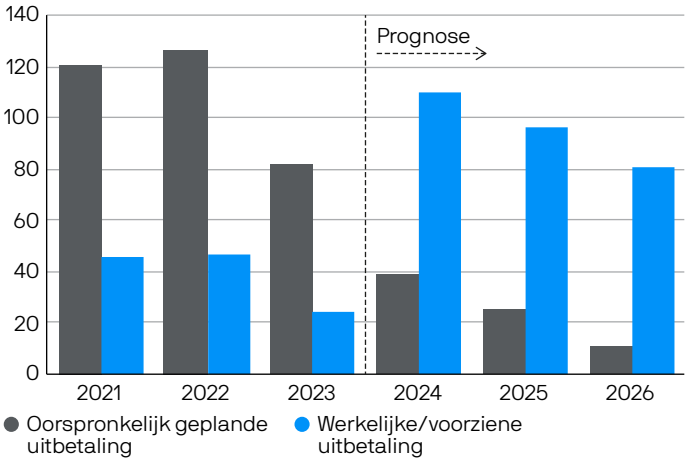
Ook in Europa zijn de fiscale uitgaven momenteel veel meer ondersteunend dan in het afgelopen decennium, hoewel niet op dezelfde schaal als in de VS. In de eurozone was het belangrijkste fiscale pakket het Herstelfonds van de Europese Unie (EU), maar dat wordt slechts langzaam aan het werk gezet: 65% van de middelen moet nog worden uitbetaald.

[1] Berekend op basis van de mediane prijs van bestaande eengezinswoningen en het mediane gezinsinkomen, uitgaande van een lening van 80%. Bronnen: National Association of Realtors, J.P. Morgan Asset Management.
[2] Berekend op basis van de gemiddelde woningprijs voor een eerste koper en het gemiddelde inkomen na belastingen voor een voltijds volwassen werknemer, uitgaande van een lening van 80%. Bronnen: Nationwide, J.P. Morgan Asset Management.

Figuur 5: Europa heeft zijn Herstelfonds nog niet uitgegeven

Subsidies Herstelfonds EU

Miljarden euro's



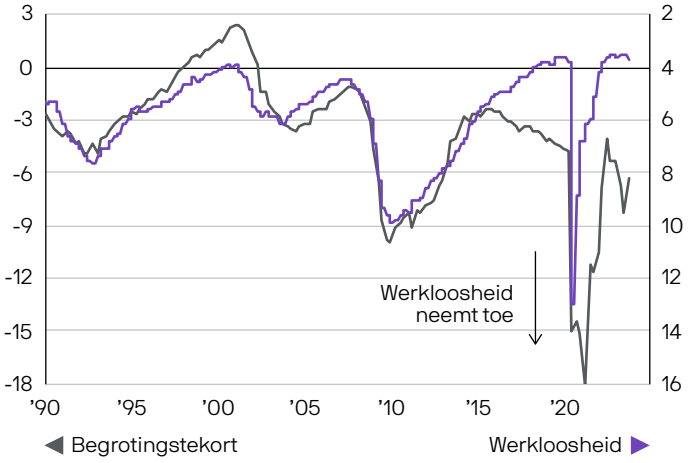
Bronnen: Europese Commissie, J.P. Morgan Asset Management. De in 2024-26 uitbetaalde subsidies zijn gebaseerd op schattingen van JPMAM. Gegevens per 15 november 2023.

Hoewel deze programma's voor infrastructuuruitgaven de economische activiteit enige tijd zullen ondersteunen, zullen regeringen zich op een gegeven moment moeten buigen over de vraag hoe ze de boeken in evenwicht kunnen brengen. Een begrotingstekort van 6% in de VS op een moment dat de werkloosheid bijna een recorddiepte heeft bereikt, is gewoonweg niet houdbaar, zeker gezien het feit dat de centrale banken niet langer staatsschulden opkopen. Een tekort van dit niveau suggereert ook dat wie zich in 2024 kandidaat stelt voor het presidentschap, dat niet zal doen met de belofte van grote belastingverlagingen.

Figuur 6: Zo'n groot tekort in de VS is zorgwekkend gezien de lage werkloosheid

Begrotingstekort VS en werkloosheidspercentage

% van nominaal BBP (links); % (rechts)



Bronnen: Bloomberg, BLS, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 15 november 2023.

Menselijk gedrag voorspellen

De laatste, maar mogelijk belangrijkste component van het veerkrachtverhaal is menselijk gedrag. Omdat veel mensen tijdens de pandemie gedwongen waren om langere tijd thuis te blijven, was het begrijpelijk dat ze de gemiste ervaringen en vakanties wilden inhalen.

Deze 'animal spirits'-effecten, gekoppeld aan opgepot spaargeld, kunnen niet vervat worden in historische data en zijn iets dat onze modellen eenvoudigweg niet kunnen voorspellen. De onvoorspelbare manier waarop consumenten overschakelen van te optimistisch naar te pessimistisch is een van de belangrijkste redenen voor de lange en variabele vertragingen in het monetaire beleid, en is de reden waarom het zo moeilijk is om de timing van de conjunctuurcyclus te voorspellen.

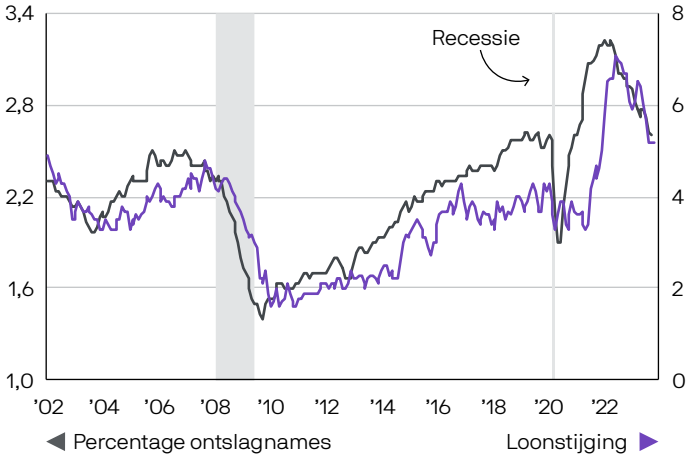
Een langdurige pauze voor de centrale banken

Hoewel we de huidige veerkracht in de economische activiteit als enigszins tijdelijk beschouwen, is het goede nieuws dat er tekenen zijn dat de inflatiedruk afneemt, niet alleen op feitelijk inflatieniveau, maar ook in de lonen. Naarmate de arbeidsmarkt afkoelt en de druk van de kosten van levensonderhoud minder intens wordt, stappen werknemers niet meer zo snel over naar een nieuwe baan met de belofte van een hoger loon dan een jaar eerder. Deze verandering is het duidelijkst in de VS, maar Europa zal waarschijnlijk een vergelijkbaar fenomeen zien als de feitelijke inflatie en de indienstnemingen van personeel dalen.

Figuur 7: De Amerikaanse arbeidsmarkt koelt af

Ontslagnames en loonstijgingen VS

%, 3-maands voortschrijdend gemiddelde, loongroei is jaar-op-jaar



Bronnen: BLS, Federal Reserve Bank of Atlanta, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Loonstijging betreft loontracker van de Atlanta Fed. Recessieperiodes zijn gedefinieerd aan de hand van de data van de conjunctuurcycli van het Amerikaanse National Bureau of Economic Research (NBER). Gegevens per 15 november 2023.

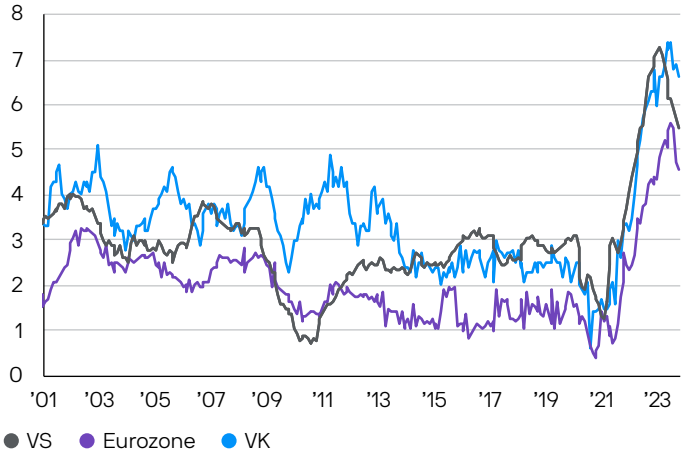
De wereldwijde inflatie is ook geholpen door het uitblijven van een opleving in China. Deze zwakte lijkt verankerd nu Beijing lijkt te worstelen om een nieuwe economische motor te vinden die niet afhankelijk is van export of vastgoedexcessen. Hoewel de Chinese regering een aantal stimuleringsmaatregelen heeft aangekondigd, zijn deze niet vergelijkbaar met de grootschalige programma's uit het verleden, waardoor China waarschijnlijk op een veel lager groeiniveau zal uitkomen dan in de afgelopen decennia.

Ondanks deze positieve signalen denken we dat de centrale banken er onverstandig aan zouden doen om voortijdig de overwinning uit te roepen op de inflatie. We geloven zeker niet in het 'Goldilocks is back'-verhaal. Redelijkerwijs moet wel gezegd worden dat het risico dat de inflatie in de buurt van 5% blijft, aanzienlijk kleiner is dan eerder in 2023 het geval leek.

Figuur 8: Diensteninflatie nog steeds wat hardnekkig, vooral in het VK

Kerndiensteninflatie

% verandering jaar-op-jaar



Bronnen: BLS, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Kerndiensteninflatie is exclusief energiediensten. Gegevens per 15 november 2023.

Belangrijk is dat als de inflatie niet op een hoog niveau blijft steken, de centrale banken de vrijheid hebben om de rente te verlagen, *als en wanneer de economische gegevens een renteverlaging rechtvaardigen*.

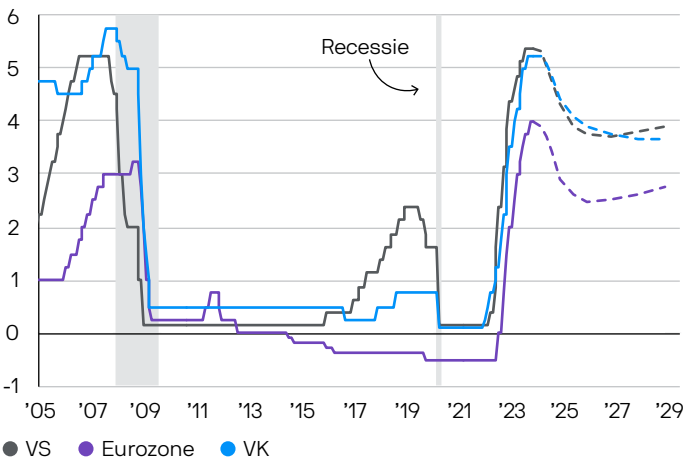
Het lijkt erg onwaarschijnlijk dat de centrale banken de rente preventief verlagen zonder een aanzienlijke vertraging van de bedrijvigheid. Nu de inflatie een groot deel van de afgelopen drie jaar boven de doelstelling lag, verwachten we dat ze liever te laat dan te vroeg zullen versoepelen. Dit om het risico te vermijden dat het inflatieprobleem opnieuw de kop opsteekt, terwijl ze juist zo hard hebben gewerkt om dit op te lossen. Uit recent werk van het Internationaal Monetair Fonds[3] blijkt dat er in het verleden vaak episodes zijn geweest waarin centrale banken de fout hebben gemaakt om te vroeg te juichen, wat ertoe leidde dat de inflatie op een hoog niveau bleef steken, om vervolgens weer te versnellen.

Hoewel een voorzichtiger aanpak zou betekenen dat renteverlagingen later komen dan de markt momenteel verwacht, vermoeden we dat de centrale banken uiteindelijk meer zullen verlagen dan voorspeld. We maken ons dan ook geen zorgen dat de obligatierente verder blijft stijgen, omdat de gegevens zullen aangeven dat het gaat om een kwestie van timing, en niet van richting.

Figuur 9: Centrale banken zullen waarschijnlijk later verlagen, maar wel meer

Marktverwachtingen voor beleidstarieven van centrale banken

%



Bronnen: Bank of England, Bloomberg, Europese Centrale Bank, Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Verwachtingen zijn berekend aan de hand van OIS-forwards. Gegevens per 15 november 2023.

[3] Internationaal Monetair Fonds, "One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts", IMF Working Paper 23/190 (september 2023).

Bovenop deze macro-onzekerheden komen nog tal van politieke en geopolitieke onzekerheden die in dit stadium moeilijk te voorspellen zijn. Er woeden nog steeds oorlogen op meerdere fronten die het potentieel hebben om de wereldeconomie te confronteren met verdere schokken in de grondstofprijzen. Er zullen zwaarbevochten verkiezingen plaatsvinden in de VS en het VK, terwijl verkiezingen elders, zoals in Taiwan, ook de aandacht kunnen trekken, gezien de Chinese spanningen.

In de volgende hoofdstukken belichten we de beleggingsimplicaties van deze macrovisie. Het is belangrijk om eerbied te hebben voor de risico's en voorbereid te zijn op alle scenario's.

Wij zijn van mening dat beleggers zich zouden moeten richten op het vastleggen van de rentes die de kernobligatiemarkten momenteel bieden. Hoewel deze rentes lager zijn dan de huidige rente op cash, zouden beleggers deze situatie moeten zien als een verzekeringspremie die flink zal uitbetalen als de recessie met grotere kracht optreedt dan velen verwachten. In het algemeen denken we dat beleggers de verleiding zouden moeten weerstaan van optisch aantrekkelijke cashrentes, die wij zien als een fata morgana.

Aandelen zijn niet duur, maar ook niet goedkoop, vooral als we rekening houden met de voorzichtige winstverwachtingen en het feit dat het verschil tussen het winstrendement op aandelen en bedrijfsobligaties het laagste is in meer dan 10 jaar. Aangezien er opwaartse scenario's zijn, willen beleggers hun aandelenblootstelling waarschijnlijk niet al te veel verlagen, maar in plaats daarvan hun aandacht richten op kwaliteitsaandelen en dividendbetalers.

Structureel gezien, denken we ook dat beleggers moeten erkennen dat de relatie tussen de koers van aandelen en obligaties niet zo consistent negatief zal zijn als in het verleden, vooral wanneer de wereldeconomie onderhevig is aan kostenschokken die een meer voorkomend kenmerk kunnen zijn van een meer gefragmenteerde wereld. Bepaalde activa in het alternatieve segment, evenals grondstoffen, kunnen voor extra bescherming zorgen, naast de rol die obligaties spelen in het bieden van bescherming tegen veel verschillende soorten economische weersomstandigheden.

Navigeren door de politieke kalender

Voor wat betreft nationale verkiezingen is 2024 een belangrijk jaar, met 40 landen die naar de stembus gaan. Hiertoe behoren vier van de vijf dichtstbevolkte landen ter wereld, en in totaal zullen de verkiezingen meer dan 40% van zowel de wereldbevolking als het mondiale BBP bestrijken. Voor meer details over deze verkiezingen, zie de appendix.

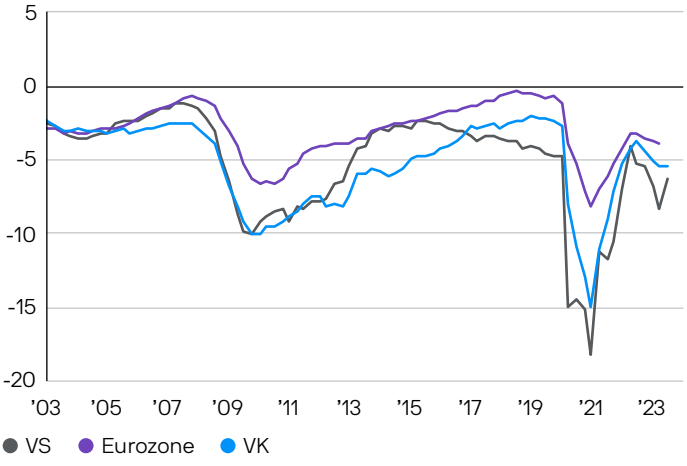
Van de verkiezingen die gevolgen kunnen hebben voor de wereldmarkt, zullen de presidentsverkiezingen in Taiwan de eerste zijn die in beeld komen, in januari. De houding van de winnende kandidaat ten opzichte van China zal voor beleggers het belangrijkste element zijn om in de gaten te houden. India gaat naar de stembus in april, waar premier Narendra Modi zal proberen een derde termijn veilig te stellen. In de EU zullen de verkiezingen voor het Europees Parlement in de zomer plaatsvinden, waarna het in november tijd is voor de Amerikaanse presidentsverkiezingen. In het VK is de verkiezingsdatum momenteel onbekend, maar uiterlijk 17 december 2024 moeten er verkiezingen worden uitgeschreven.

De fiscale beloften van de winnende partij zijn vaak bepalend voor de reactie van de markten. De belastingverlagingen die president Trump in 2017 doorvoerde, zorgden bijvoorbeeld voor een sterke rally op de aandelenmarkt, gezien de golf van winstverbetering die volgde. In 2024 zal de beperkte fiscale ruimte in zowel de VS als het VK het echter waarschijnlijk moeilijk maken voor iedere partij om te komen met verdere belastingverlagingen of grote uitgavenprogramma's. Nu de rentelasten stijgen en de begrotingstekorten in respectievelijk de VS en het VK al meer dan 6% en 5% van het BBP bedragen, lijkt het economische verschil tussen rechtse en linkse partijen kleiner dan normaal.

Figuur 10: Grote begrotingstekorten beperken de vooruitzichten van fiscale vrijgevigheid

Begrotingssaldo publieke sector

% van nominaal BBP



Bronnen: Bloomberg, Eurostat, ONS, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 15 november 2023.

Kandidaten in zowel de VS als het VK zullen ook onder de loep worden genomen als het gaat om hun standpunt over klimaatverandering en hun buitenlands beleid. Dit omvat in het bijzonder de rol die de VS zal spelen in de conflicten in Oekraïne en het Midden-Oosten, die beide langdurig lijken te worden.

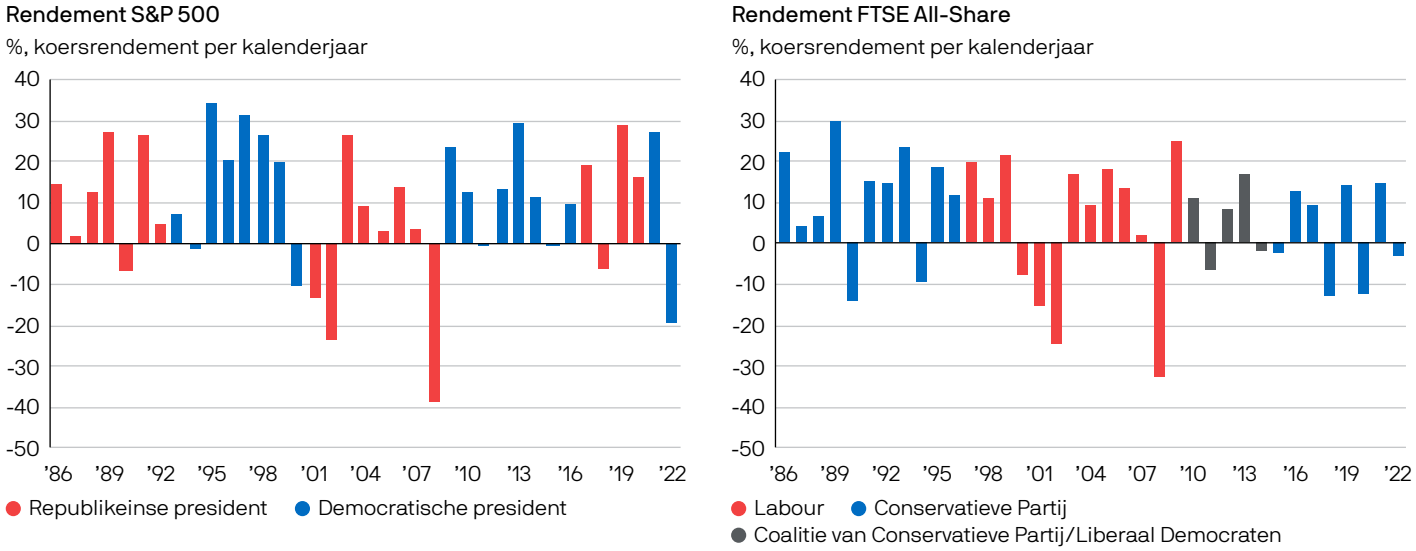
Er zijn echter drie factoren die waarschijnlijk onze neiging zullen temperen om onze portefeuilles aan te passen vanwege politieke gebeurtenissen.

Ten eerste is het voorspellen van verkiezingsuitkomsten de afgelopen jaren ongelooflijk lastig geweest. Peilingen zijn geen ideale leidraad, hoewel het onduidelijk is waarom. Mogelijk zijn kiezers niet bereid om meer populistische voorkeuren kenbaar te maken aan opiniepeilers.

Ten tweede is het geenszins vanzelfsprekend dat campagnebeloften in wetgeving worden omgezet. Tijdens de laatste drie Amerikaanse verkiezingen deden de winnende kandidaten samen 700 campagnebeloften. Maar tot nu toe is volgens gegevens van Politifact minder dan de helft daarvan omgezet in wetgeving, wat voor een groot deel te wijten is aan tegenstand van het Congres.

Tot slot is het goed om te onthouden dat er op de lange termijn geen duidelijke correlatie is tussen regeringspartijen en marktprestaties. Belangrijke gebeurtenissen in de economie - zoals het uiteenspatten van de technologiezeepbel of de financiële crisis - hebben onder uiteenlopende regeringen vaak een veel grotere impact op de gemiddelde rendementen dan de regeringen zelf.

Figuur 11: Er is weinig verband tussen regeringspartijen en aandelenrendementen



Bronnen: FTSE, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. De arcering geeft aan wie het grootste deel van elk jaar aan de macht was. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

Obligatierentes vastleggen

De obligatierente heeft de afgelopen jaren een achtbaanrit gemaakt. De Amerikaanse 10-jaarsrente is zelfs voor het eerst sinds 2007 boven de 5% uitgekomen. Nu we naar 2024 kijken, hebben we er meer vertrouwen in dat zowel de korte als de lange rente zijn hoogtepunt heeft bereikt en dat beleggers de kans zouden moeten benutten om de rentes op kwaliteitsvolle obligaties vast te leggen.

Als private beleggers bezorgd waren over de onbeheersbare losbandigheid van de overheidsuitgaven, zou het te verwachten zijn geweest dat de stijging van de obligatierentes ten minste gedeeltelijk zou zijn gedreven door hogere inflatieverwachtingen. In plaats daarvan is de beweging tot en met de tweede helft van 2023 bijna volledig gedreven door reële rendementen.

Obligaties als schildwachten

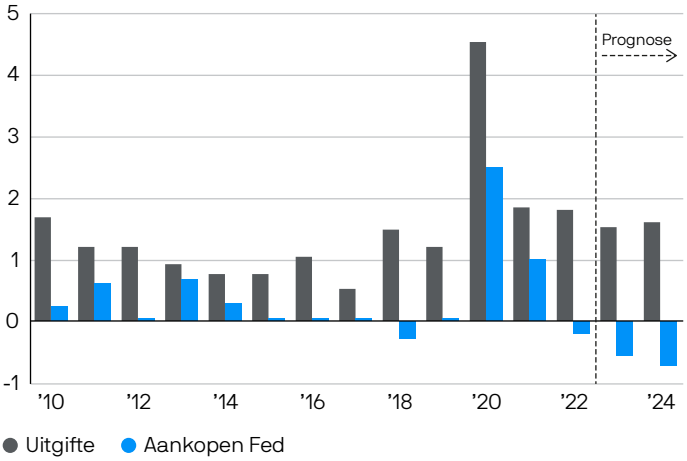
Waarom zijn de obligatierentes omhooggeschoten? Eén verklaring is dat er een mismatch is tussen vraag en aanbod op de markten voor staatsobligaties, vooral voor Amerikaanse Treasuries. Met een aanzienlijke hoeveelheid Amerikaanse overheidsuitgaven die al wettelijk zijn vastgelegd, is de zorg dat de uitgifte van staatsschuld de vraag naar obligaties overweldigt nu de Federal Reserve geen Treasuries meer opkoopt.

Op het eerste gezicht heeft deze mismatch tussen vraag en aanbod zijn nut. Centrale banken hebben veel van de staatsschuld van de afgelopen jaren geabsorbeerd en lijken nu vastbesloten om hun balansen te verkleinen. Het is ook waar dat bij afwezigheid van kwantitatieve versoepeling de obligatiemarkt 'vrij' is om regeringen te vertellen wanneer ze uitgavenprogramma's te groot vinden. Met andere woorden, de obligatieschildwachten zijn terug, zoals de voormalige Britse premier Liz Truss maar al te goed heeft geleerd.

Figuur 12: Centrale banken absorberen overheidsemissies niet langer

Uitgifte van staatsobligaties VS en aankopen door de Fed

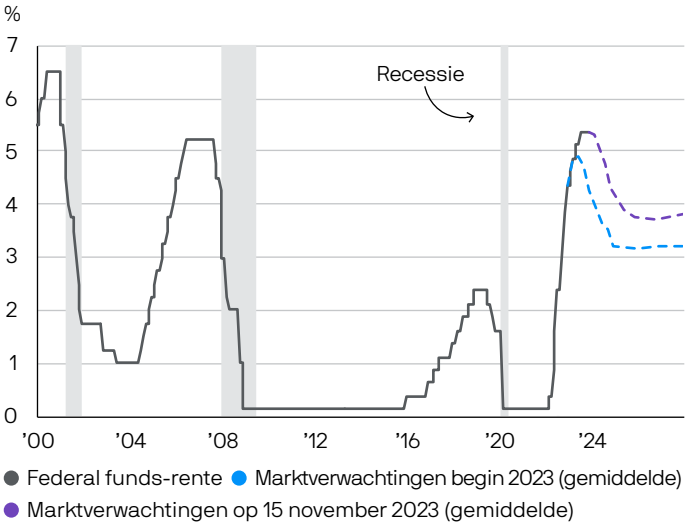
Biljoenen USD



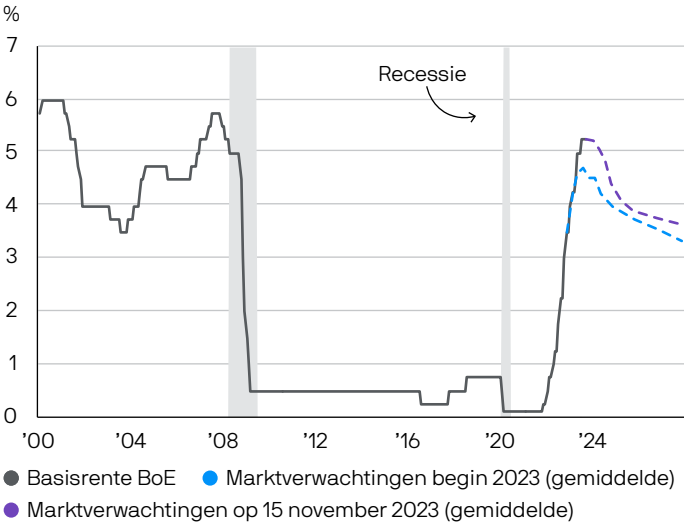
Bronnen: CBO, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 15 november 2023.

Figuur 13: Markten zijn herprijsd voor 'hoger voor langer'

Verwachtingen beleidsrente Federal Reserve



Verwachtingen beleidsrente Bank of England



Bronnen: Bank of England, Bloomberg, Federal Reserve, J.P. Morgan Asset Management. Marktverwachtingen zijn berekend aan de hand van OIS-forwards. Gegevens per 15 november 2023.

De verklaring voor de hogere obligatierentes die wij sterker vinden, is dat de Amerikaanse economie simpelweg beter bestand is gebleken tegen hogere rentes dan eerder werd verwacht. De markt heeft dus opnieuw moeten beoordelen wat het duurzame of 'neutrale' rentetarief is. De neutrale rente wordt door economen soms R-star genoemd. Het is het rentetarief dat zou gelden bij volledige werkgelegenheid in de economie en een stabiele inflatie, zodat het monetaire beleid verruimend noch verkrappend is.

Kijken naar R-star

Of de obligatierente verder stijgt, hangt af van wat R-star de komende maanden doet. Als de economieën veerkrachtig blijven en/of er geen tekenen zijn dat de inflatie terugkeert naar 2%, dan zullen de renteverlagingen die momenteel zijn ingeprijsd moeten worden geschrapt (of er zullen zelfs verdere verhogingen moeten worden ingeprijsd). Dat zou opwaartse druk op de rente kunnen uitoefenen.

Als er echter tekenen zijn dat de economie het moeilijk heeft onder de huidige beleidstarieven, zoals in ons basisscenario, dan zal de aandacht zich richten op de vraag wanneer en hoeveel de centrale banken de rente zullen verlagen. Ten opzichte van de inprijzing medio november verwachten we dat de centrale banken later zullen verlagen, maar wel in grotere mate. Dit zou de obligatierente omlaag drukken en mogelijk een aanzienlijke vermogenswinst opleveren: een daling van 200 basispunten (bp) van de rente op 10-jaars Amerikaanse Treasuries in de komende 12 maanden, zou leiden tot een totaalrendement van 21%.

Kortom, kernobligaties bieden beleggers niet alleen aantrekkelijke inkomstenniveaus, maar ook potentiële vermogenswinsten in een recessiescenario. De kans om obligatierentes vast te leggen tegen de huidige niveaus lijkt aantrekkelijk, ook al zal de volatiliteit van obligaties waarschijnlijk enige tijd hoog blijven.

Selectief zijn met vastrentende waarden

Er zal nog steeds een zekere selectiviteit nodig zijn. In Europa zien we het risico dat sommige regeringen in de periferie de verleiding van een expansief begrotingsbeleid in 2024 niet kunnen weerstaan. De spread tussen Italië en Duitsland voor 10-jaars obligaties bedraagt minder dan 200 bp. Daarom denken wij dat Europese kernobligaties van hogere kwaliteit aantrekkelijker zijn dan hun tegenhangers in de periferie.

Wereldwijd zullen beleggers waarschijnlijk ook de voorkeur geven aan staatsobligatiemarkten waar de vooruitzichten voor het monetaire beleid het gunstigst zijn. Terwijl we wat betreft de VS en Europa - net als veel andere beleggers – denken dat de beleidsrentes hebben gepiekt, is dit in Japan niet het geval. Nu de Bank of Japan het beleid in 2024 verder lijkt te normaliseren, ziet het ernaar uit dat de opwaartse druk op de langetermijnrente op Japanse obligaties zal aanhouden.

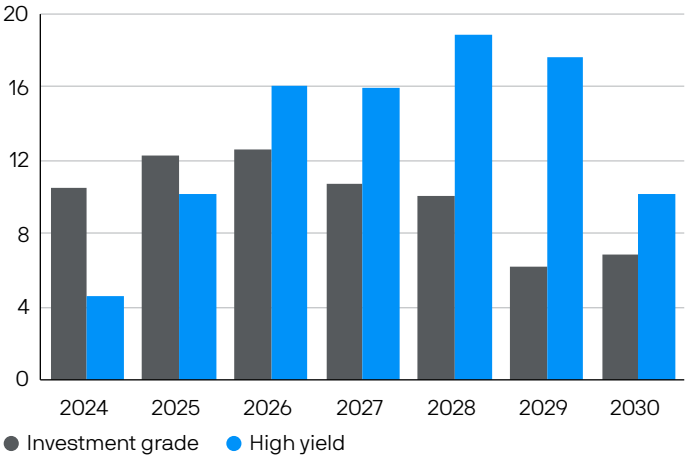
Herfinancieringsbehoeften rechtvaardigen een beweging naar hogere kwaliteit

Op de bedrijfsobligatiemarkten hebben de spreads van zowel investmentgrade- als highyield-obligaties dit jaar goed stand gehouden, dankzij een relatief veerkrachtige groei en relatief weinig herfinanciering. De golf van herfinanciering tegen veel hogere rentes nadert echter. Op het eerste gezicht lijkt het niveau van obligaties met vervaldatum in 2024 perfect beheersbaar, maar bedrijven kijken vaak een jaar vooruit bij het beoordelen van hun kapitaalbehoefte. Daardoor is het hogere niveau van aflopende obligaties in 2025 een probleem dat in 2024 moet worden aangepakt.

Figuur 14: De golf van herfinanciering

Overzicht aflopende wereldwijde bedrijfsobligaties

% van index



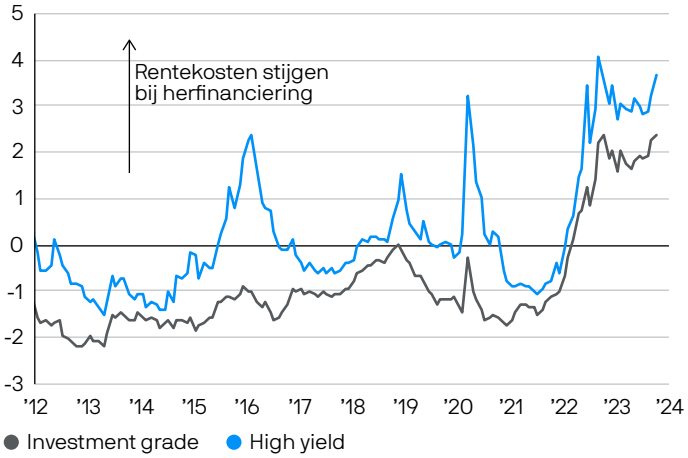
Bronnen: Bloomberg, BofA, J.P. Morgan Asset Management. Global Investment Grade: BofA Global Corporate Index; Global High Yield: BofA Global Developed Market Non-Financial High Yield Constrained Index. Aflopende obligaties 2024 omvatten obligaties die nu uit de index zijn gevallen door minder dan een jaar resterende tijd tot vervaldatum. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

De situatie is waarschijnlijk problematischer voor highyield-obligaties dan voor investmentgrade-obligaties. Hoewel het geheel aan obligaties met een naderend looptijdeinde in de highyield-markten niet zo groot is als in de investmentgrade-markten, is het verschil tussen de huidige couponrente en de indexrente groter. Dat duidt op een grotere stijging van de rentekosten zodra de betreffende bedrijven obligaties moeten uitgeven, wat dan gebeurt tegen hogere rentes.

Figuur 15: Wie herfinanciert, krijgt te maken met hogere kosten

Herfinancieringskosten voor bedrijven wereldwijd

%-punt verschil tussen huidige obligatierentes en gemiddelde coupon



Bronnen: BofA, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Global Investment Grade: BofA Global Corporate Index; Global High Yield: BofA Global Developed Market Non-Financial High Yield Constrained Index. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

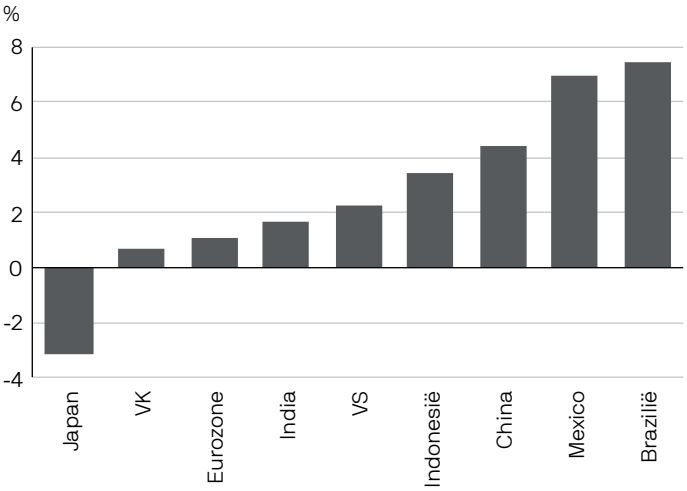
Door deze vooruitzichten geven we de voorkeur aan investmentgrade- boven highyield-obligaties, waarbij de totale rendementen ook zouden kunnen profiteren van een hogere rentegevoeligheid als de rente op staatsobligaties begint te dalen.

Schuldpapier van opkomende markten

Schuldpapier van opkomende markten in lokale valuta presteerde in 2023 uitstekend, in een omgeving van snel dalende inflatie en stabiele binnenlandse munten. Hoge reële rentes en een verschuiving naar een soepeler beleid van de centrale banken - vooral in Latijns-Amerika en Oost-Europa - zorgden voor veel rugwind voor deze lokale markten. Voor de toekomst zijn de vooruitzichten minder eenduidig. Geopolitieke zorgen verhogen het risico van een sterkere Amerikaanse dollar, hoewel verdere ruimte voor versoepeling door centrale banken nog steeds zou moeten zorgen voor een 'duration-ruggensteun' voor lokale obligaties.

Figuur 16: Centrale banken opkomende markten hebben meer ruimte om te verlagen, gezien de positieve reële rente

Reële rentes



Bronnen: Banco Central Brasil, Banco de Mexico, Bank Indonesia, BLS, BoE, BoJ, ECB, Eurostat, Federal Reserve, IBGE, INEGI, Indiase Ministerie van Statistiek en Programma-implementatie, Japanse Ministerie van Binnenlandse Zaken & Communicatie, LSEG Datastream, Nationaal Bureau voor de Statistiek van China, ONS, People's Bank of China, Reserve Bank of India, Statistics Indonesia, J.P. Morgan Asset Management. Reële rentes worden berekend door de feitelijke inflatie af te trekken van de beleidsrente. Gegevens per 15 november 2023.

Krappe Amerikaanse kredietvoorwaarden zijn momenteel een tegenwind voor schuldpapier van opkomende markten in harde valuta, maar mogelijke monetaire versoepeling door de Amerikaanse Federal Reserve en een daaropvolgende versoepeling van de kredietvoorwaarden zouden de vooruitzichten voor de beleggingscategorie in de tweede helft van 2024 kunnen verbeteren. Tot slot, in een omgeving waarin we ons over het algemeen richten op activa van hogere kwaliteit, is het goed om te beseffen dat de fundamentals van opkomende markten blijven verbeteren, zoals blijkt uit het groeiende aandeel van landen met een A- en AA-rating in het universum.

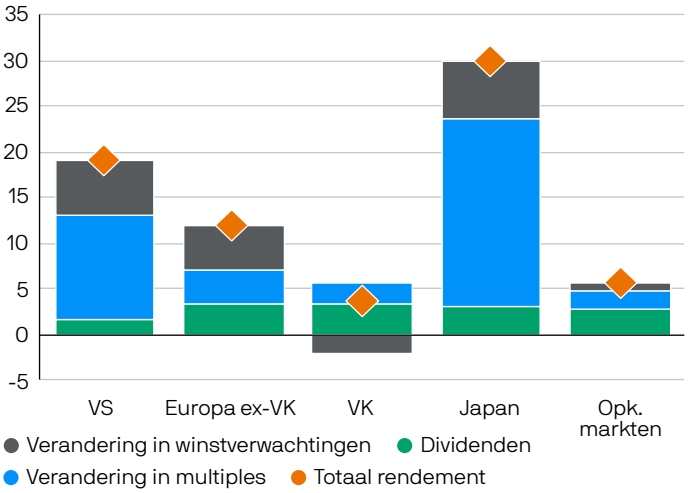
Aandelen: problemen bij de marges

De veerkracht van de wereldeconomie in 2023 heeft bijgedragen aan positieve rendementen voor aandelenindices in alle belangrijke regio's, maar de drijvende krachten achter deze rendementen liepen sterk uiteen. Japan springt eruit in termen van lokale valuta (hoewel veel minder in termen van Britse ponden of euro's) en profiteerde van een aanzienlijke herwaardering.

Figuur 17: Veerkracht winsten heeft aandelen geholpen in 2023

Samenstelling rendementen in het jaar tot nu toe

Bronnen van aandelenmarktrendement, %



Bronnen: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. MSCI-indices gebruikt voor Europa ex-VK, Japan en opkomende markten. VS is S&P 500 en VK is FTSE All-Share. Rendementen weergegeven in lokale valuta, met uitzondering van rendementen opkomende markten, die in USD luiden. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

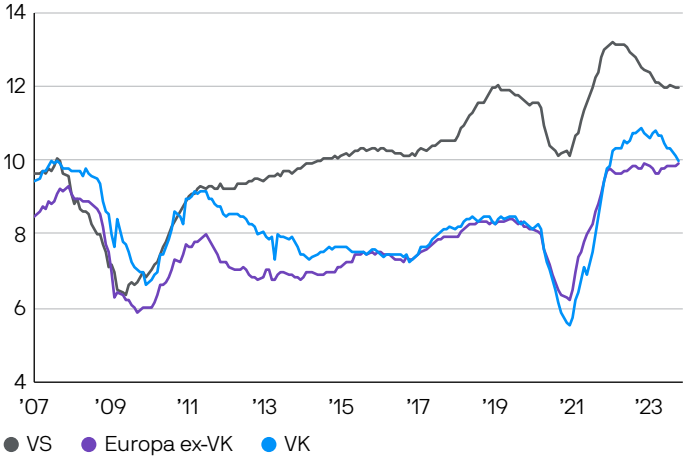
Door deze bewegingen lijken de meeste grote aandelenmarkten op weg naar 2024 goedkoop noch duur. De VS blijft handelen met een grote premie ten opzichte van andere markten, maar dit komt voornamelijk door de megacaps, waarvan sommige zijn blijven voldoen aan wat hoge winstverwachtingen leken te zijn. Wanneer we de 10 grootste namen verwijderen, gaan de S&P 500-multiples voor de verwachte winst voor de komende 12 maanden van 19x naar een meer redelijke 17x.

De vraag is of deze waarderingen geflatteerd zijn door te optimistische winstverwachtingen. Als we kijken naar de consensusverwachtingen voor 2024, valt de 11% winstgroei die momenteel wordt verwacht voor de Amerikaanse markt op als hoog. De marges zijn onze grootste zorg, omdat bedrijven waarschijnlijk niet het prijsstellingsvermogen hebben dat ze hadden in tijden van een grote consumentenvraag. Toch zullen de marges in de VS in 2024 volgens de huidige prognoses van analisten weer stijgen naar recordhoogtes en in het VK en Europa in de buurt van recordhoogtes blijven.

Figuur 18: Er kan margedruk ontstaan als de activiteit vertraagt

Winstmarges

%, marges van 12-maands voortschrijdende winst ten opzichte van omzet



Bronnen: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. VS: S&P 500, Europa ex-VK: MSCI Europe ex-UK, VK: FTSE All-Share. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

Het beeld voor aandelen ziet er op relatieve basis ten opzichte van bedrijfsobligaties lastig uit. In de afgelopen 10 jaar was het rendement op aandelen uit ontwikkelde markten gemiddeld ongeveer 300 basispunten hoger dan de rente op bedrijfsobligaties uit ontwikkelde markten met een BBB-rating. Vandaag de dag is dit verschil minder dan 30 basispunten.

Figuur 19: De aandelenmarkt heeft te maken met hevige concurrentie van de obligatierendementen

Aandelen- en bedrijfsobligatierendementen

% rendement

Bronnen: BofA, IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Aandelen ontwikkelde markten: MSCI World, Wereldwijde BBB-bedrijfsobligaties: BofA Global BBB Corporate Index. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. DM= developed markets (ontwikkelde markten). Gegevens per 15 november 2023.

Kansen in beeld brengen

Onze op hoogste overtuiging gebaseerde visie op de aandelenmarkten is een focus op aandelen van hogere kwaliteit – bedrijven met solide balansen, met managementteams die zichzelf bewezen hebben en met een sterk vermogen om de winstmarges te beschermen. Natuurlijk zullen sommige van deze aandelen te vinden zijn in de technologiesector, maar er zijn ook goede voorbeelden in meer cyclische sectoren, zoals industrie en de financiële sector, evenals in meer traditioneel defensieve sectoren, zoals gezondheidszorg.

Wij zien het nut van een evenwichtige benadering tussen de groei- en waardestijl. De marktdynamiek op dit gebied in 2023 is fascinerend. Een omgeving met stijgende rentes is normaliter gunstiger voor waardesectoren dan voor de op langere termijn gerichte groeisectoren, en dit is ook uitgekomen in Europa, Japan en de opkomende markten. De VS is de enige grote markt waar groei het dit jaar beter heeft gedaan dan waarde. Het maakt de outperformance door megacap-techbedrijven des te opmerkelijker, maar het roept ook een aantal vragen op over de houdbaarheid van deze trend. Als er een gunstiger macroscenario heerst, verwachten we dat dit positiever zal zijn voor sectoren met overwegend waardekenmerken.

Inkomensstrategieën zijn een ander onderdeel van een aandelenstrategie met stevigere fundamenten. Ondanks mogelijke verlagingen van de winstverwachtingen, denken wij dat lage uitkeringsratio's en solide balansen het bestuur van bedrijven nog steeds voldoende ruimte geven om geld terug te geven aan aandeelhouders.

Vanuit regionaal perspectief zien de waarderingen van Europese aandelen er redelijk uit in absolute termen, en ronduit aantrekkelijk ten opzichte van de VS, met een korting van 30% ten opzichte van de S&P 500 - gelijk aan de niveaus die we voor het laatst zagen in de nasleep van de financiële crisis. Dit is niet alleen te wijten aan de sectorsamenstelling: Europese bedrijven handelen momenteel in veel sectoren met een bovengemiddelde korting.

Hoewel het Europese macro-economische klimaat dit jaar duidelijk zwakker was dan in de VS, lijkt het erop dat veel van deze negativiteit nu wordt weerspiegeld in de koersen, vooral als je bedenkt dat de Europese indices slechts 40% van hun inkomsten in eigen land genereren. Omgekeerd, als de Amerikaanse markt opnieuw een jaar beter wil presteren dan zijn Europese tegenhangers, zal er veel afhangen van de zeven grootste aandelen (de 'Super 7'), die de hoge winstverwachtingen zullen moeten waarmaken.

Het positieve verhaal voor het VK hangt waarschijnlijk niet samen met een grote re-rating. De markt is inderdaad goedkoper dan veel andere markten, maar dit is al enige tijd het geval en de katalysatoren voor een ommekeer zijn niet duidelijk. In plaats daarvan ligt de relatieve aantrekkelijkheid van het VK waarschijnlijk in zijn defensieve kenmerken.

De FTSE 100 heeft het hoogste dividendrendement van alle ontwikkelde markten, aandelen uit het VK bieden een relatief lage beta ten opzichte van wereldwijde aandelen, en het hoge gewicht van de energiesector zou een nuttig diversificatiemiddel kunnen blijken als hogere olieprijzen het desinflatieverhaal in twijfel trekken.

De Japanse benchmarks zijn geholpen door de stijgende inkoop van eigen aandelen en de hoop dat de Japanse economie uit het dal van lage groei en lage inflatie klimt. De valutaperspectieven blijven echter het grootste risico, nu de Bank of Japan zich steeds verder verwijdert van het beleid van *yield curve control*. Gezien de omvang van de rally tot nu toe, zijn we voorzichtig over het vooruitzicht van een verdere aanzienlijke stijging vanaf hier.

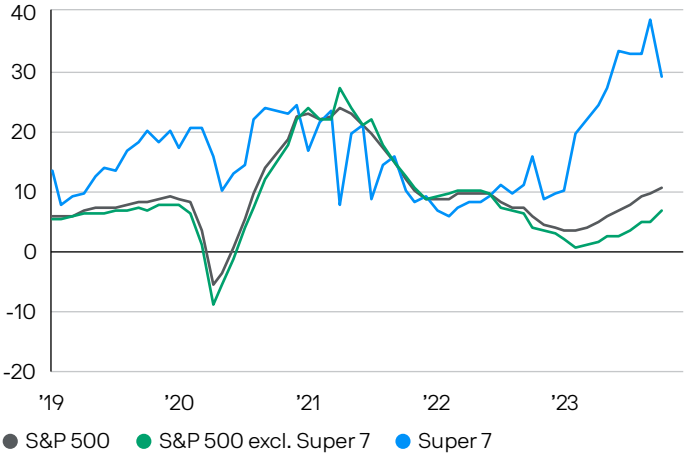
In China zouden de recente fiscale stimuleringsmaatregelen moeten helpen om de groeivooruitzichten een bodem te geven, wat het consumentenvertrouwen en de winst zou moeten ondersteunen. Vanuit waarderingsperspectief lijkt het er opnieuw op dat veel van het negatieve macronieuws goed wordt weerspiegeld in de koersen, met multiples die de afgelopen 12 maanden een rondreis hebben gemaakt. Voor een herwaardering van de markt zullen bij afwezigheid van een groot stimuleringspakket waarschijnlijk de zorgen over de vastgoedsector en/of de geopolitieke vooruitzichten moeten afnemen.

Kortom, met nog steeds grote onzekerheid over het pad van de economie in 2024 lijkt een regionaal gediversifieerde aanpak verstandig. In de VS zullen megacap-techbedrijven over een steeds hogere lat moeten blijven springen als het gaat om hogere winstverwachtingen. Een zachtere landing voor de economie zal waarschijnlijk ten goede komen aan meer cyclische regio's, zoals Europa en opkomende markten, terwijl in het geval van een sterkere neergang de meer defensieve kenmerken van de Britse markt op de voorgrond kunnen treden.

Figuur 20: Lat ligt hoog voor winsten van megacaps

Verwachte winst over 12 maanden

% verandering jaar-op-jaar



Bronnen: IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 oktober 2023.

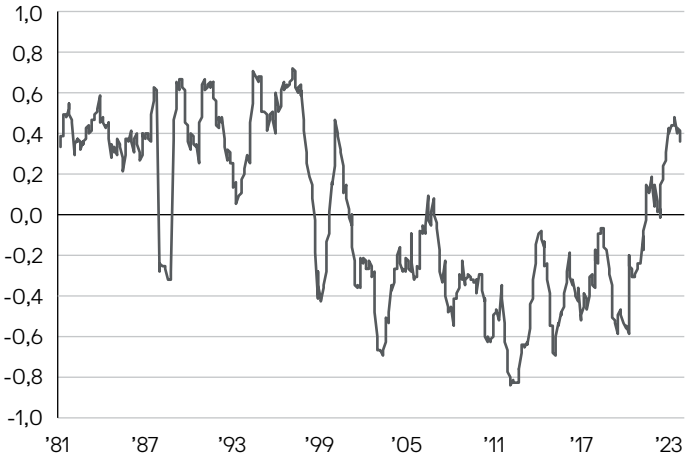
Gerichte alternatieve beleggingen voor specifieke risico's

De negatieve correlatie tussen aandelen- en obligatiekoersen is de afgelopen twintig jaar een belangrijke pijler geweest bij het samenstellen van portefeuilles. De oplevende inflatie deed deze relatie in 2022 omslaan, waarbij zowel obligaties als aandelen terrein verloren toen de markt overging tot het inprijzen van de hogere beleidsrentes die de aanhoudende prijsdruk moesten aanpakken. Hoewel de inflatie dit jaar aanzienlijk is gedaald, is de correlatie tussen aandelen en obligaties hardnekkig positief gebleven, wat een uitdaging vormt voor beleggers die gediversifieerde portefeuilles willen opbouwen.

Figuur 21: Correlatie tussen aandelen en obligaties zal in het komende decennium waarschijnlijk niet consistent negatief zijn

Correlatie S&P 500/10-jaars US Treasury

Doorlopende eenjarige correlatie op basis van wekelijkse rendementen



Bronnen: LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

Vooruitkijkend verwachten we dat de correlatie tussen aandelen en obligaties volgend jaar in ons basisscenario voor de economie weer negatief wordt. We voorzien dat een zwakkere groei de inflatie uiteindelijk veel dichter bij het beoogde niveau zal brengen, wat op zijn beurt weer ruimte zou moeten creëren voor centrale banken om de rente te verlagen om de economie te ondersteunen.

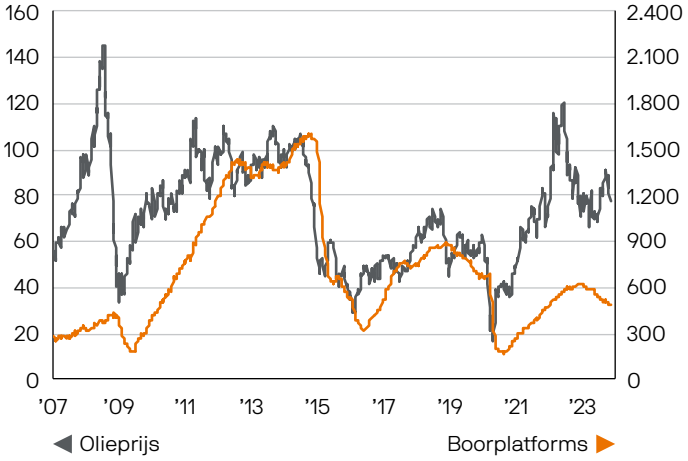
Hoewel deze uitkomst diversificatie gemakkelijker mogelijk zou maken in 2024, is het ook belangrijk om op te merken dat we meer volatiliteit verwachten in de aandelen/obligatie-correlatie in de komende jaren, vooral omdat we denken dat de inflatievolatiliteit op middellange termijn ook hoger zal blijven.

Klimaatverandering leidt nu al tot meer volatiliteit in de voedselprijzen, met de droogte tijdens de zomer in India als een van de vele recente voorbeelden. Het tempo van de energietransitie zal hierdoor waarschijnlijk meer aandacht krijgen, maar ondanks het feit dat veel wind- en zonne-energiebronnen nu goedkoper zijn dan equivalenten van fossiele brandstoffen, zijn er nog steeds grote prijsschommelingen te verwachten, gezien de intermitterende aard van hernieuwbare energie. Ondertussen is de rol die Amerikaanse leveranciers de afgelopen tien jaar op de oliemarkten hebben gespeeld om de prijsvolatiliteit te temperen - door de productie te verhogen naarmate de prijzen stegen en vice versa - niet langer zo prominent.

Figuur 22: Olie en klimaat kunnen kostenschokken veroorzaken

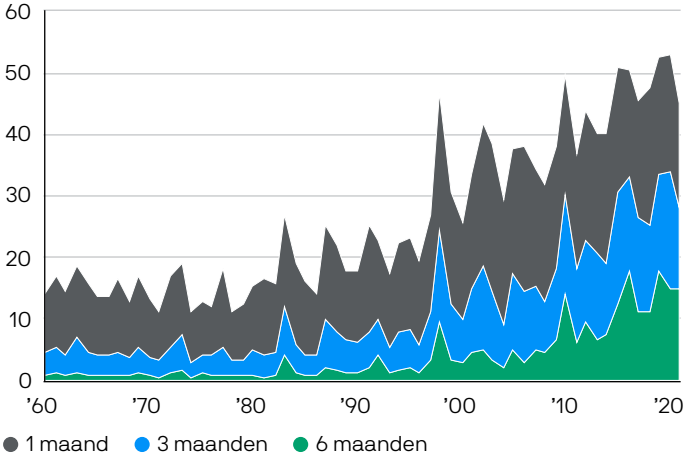
Prijs ruwe olie (WTI) en aantal Amerikaanse boorplatforms

USD per vat (links); aantal boorplatforms (rechts)



Door droogte getroffen land

% van land wereldwijd dat getroffen wordt door droogte per jaar



Bronnen: (Links) Baker Hughes, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. (Rechts) Global Standardised Precipitation-Evapotranspiration Index Database, 2021. Beguería, S et al., The Lancet Countdown on Health and Climate Change: 2022 Report, J.P. Morgan Asset Management. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

Al deze verschuivingen lijken de inflatievolatiliteit en daarmee de onvoorspelbaarheid van de correlatie tussen aandelen en obligaties te vergroten.

Voor beleggers versterkt een minder consistent negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties de noodzaak om verschillende activa te gebruiken als diversificatiemiddel tegen verschillende risico's. Vastrentende waarden zullen nog steeds het belangrijkste instrument zijn om te diversifiëren tegen desinflatoire recessies, wanneer centrale banken in staat zijn om te hulp te schieten. Maar als de zorg eerder uitgaat naar te veel inflatie dan naar te weinig groei, dan is een bredere set diversificatiemiddelen nodig.

We zien daarom een grotere rol in portefeuilles weggelegd voor reële activa, zoals private infrastructuur en hout.

Deze beleggingscategorieën hebben historisch gezien een lage correlatie met traditionele activa, zoals 2022 heeft aangetoond, en kunnen dus vaak een diversificatiemiddel zijn tegen de inflatieschokken die leiden tot periodes van een positieve aandelen/obligatiecorrelatie.

Voor beleggers die geen toegang hebben tot private marktinstrumenten, zijn er andere diversificatiemiddelen in de aanbieding. Sommige alternatieve beleggingen op de publieke markt - bijvoorbeeld vastgoedfondsen - hebben recent teleurgesteld omdat stijgende rentes zorgden voor een volatiliteit die vergelijkbaar is met die van aandelen. Maar grondstoffenstrategieën en hedgefondsen (die vaak profiteren van hogere niveaus van marktvolatiliteit) kunnen ook helpen om portefeuilles te beschermen als zowel aandelen als obligaties dalen.

Figuur 23: Kijk naar alternatieve beleggingen voor niet-gecorreleerde activa

Correlaties publieke en private markten

Correlaties gebaseerd op kwartaalrendementen

	2008–2023	Wereldwijde obligaties	Wereldwijde aandelen
Financiële activa	Wereldwijde obligaties	1,0	
	Wereldwijde aandelen	0,4	1,0
Wereldwijd vastgoed	Kernvastgoed VS	-0,3	0,0
	Kernvastgoed Europa	-0,2	0,1
Reële activa	Grondstoffen	-0,2	0,0
	Wereldwijde kerninfrastructuur	-0,1	0,1
	Transport	-0,2	0,0
	Hout	-0,2	-0,1
Private markten	Direct lending	0,1	0,7
	Private equity	0,3	0,9
Hedgefondsen	Aandelen Long/Short	0,3	0,9
	Macro	0,0	0,3

Bronnen: Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, J.P. Morgan Asset Management. Wereldwijde aandelen: MSCI AC World Index; Wereldwijde obligaties: Bloomberg Global Aggregate Index; Kernvastgoed VS: NCREIF Property Index - Open End Diversified Core Equity; Kernvastgoed Europa: MSCI Global Property Fund Index - Continental Europe; Direct lending: Cliffwater Direct Lending Index; Wereldwijde infrastructuur: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index (gelijkgewogen mix); Hout: NCREIF Timberland Total Return Index; Grondstoffen: Bloomberg Commodity Index. Private equity betreft tijdsgewogen rendement van Burgiss. Hedgefondsindices zijn afkomstig van HFRI. Transport: rendementen zijn afgeleid van een index van J.P. Morgan Asset Management. Alle correlatiecoëfficiënten zijn berekend op basis van 3-maands totaalrendementsgegevens voor de periode 30/06/2008 - 31/03/2023. Rendementen zijn uitgedrukt in USD. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

Rentes op cash zijn een fata morgana

Met de kortetermijnrente op het hoogste niveau sinds 2008, is het gemakkelijk om sympathie te hebben voor de opvatting dat cash er verleidelijk uitziet. Als beleggers 4-5% kunnen krijgen zonder risico van kapitaalverlies, waarom zou je je dan bezighouden met aandelen? En als obligaties met een langere looptijd geen extra rendement opleveren, waarom zou je dan meer renterisico nemen?

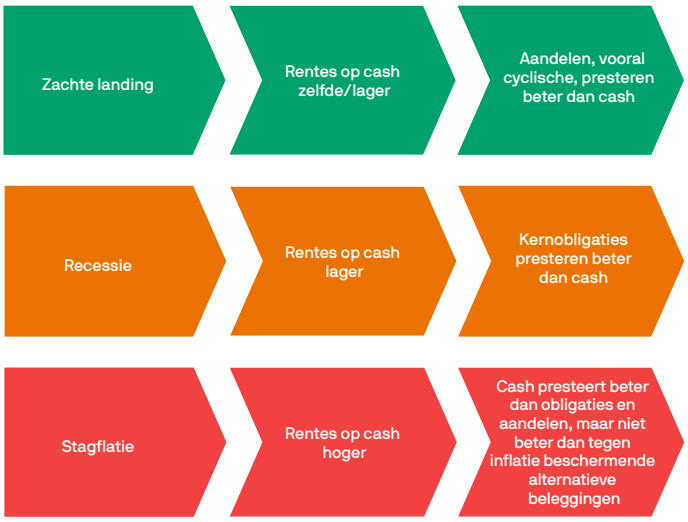
Maar de huidige rentes op cash zijn een fata morgana. Ze zullen waarschijnlijk verdwijnen als we dichter bij een recessie komen. Als ze hoog blijven, komt dat omdat het hele beleggingslandschap is veranderd.

Kijk eens naar de drie meest waarschijnlijke trajecten voor de wereldeconomie:

In een scenario van een zachte landing, waarin de economieën veerkrachtiger blijken dan we verwachten maar de inflatie geen problemen oplevert, kan cash een betere optie zijn dan staatsobligaties, omdat centrale banken de renteverlagingen die momenteel zijn ingeprijsd, niet hoeven te realiseren. Toch zouden in dit scenario delen van de aandelenmarkt waarschijnlijk enige opleving zien naarmate het recessierisico afneemt, en daarbij beter presteren dan cash. Dat opwaartse potentieel kan aanzienlijk zijn in cyclische delen van de markt, zoals smallcaps, waar de waarderingen momenteel bescheiden zijn.

In een milde recessie, momenteel ons basisscenario, gaan de rentetarieven uiteindelijk bijten. De consumentenbestedingen lopen terug, bedrijven reduceren hun investeringen en de verzwakkende arbeidsmarkten leiden tot een milde recessie die helpt om de inflatie weer in de richting van de doelstelling te brengen. In dit scenario zullen de aantrekkelijke cashrentes van vandaag over een jaar niet meer beschikbaar zijn, omdat de centrale banken, die ervan overtuigd zijn dat hun werk gedaan is, eindelijk de rem loslaten. Het aanhouden van grote cashbelangen brengt daarom een aanzienlijk herbeleggingsrisico met zich mee. Wij verwachten dat kernobligaties voor outperformance zullen zorgen, zoals ze hebben gedaan in de twee jaar aan het einde van elke renteverhogingscyclus in de VS sinds het midden van de jaren tachtig.

Figuur 24: Cash is waarschijnlijk niet de beste optie



Bron: J.P. Morgan Asset Management, per november 2023.

Stagflatie, het laatste scenario, waarbij de economie omvalt maar de rente niet wordt verlaagd, is waarschijnlijk het lastigst en hier heeft cash wel zijn aantrekkingskracht. Centrale banken zouden gedwongen kunnen zijn om de rente nog verder te verhogen in een wanhopige poging om hun geloofwaardigheid te behouden en de inflatieverwachtingen verankerd te houden. Aandelen zouden onder druk komen door veel zwakkere winstvooruitzichten, terwijl obligaties zouden dalen omdat beleggers het toekomstige rentetraject opnieuw zouden inprijzen.

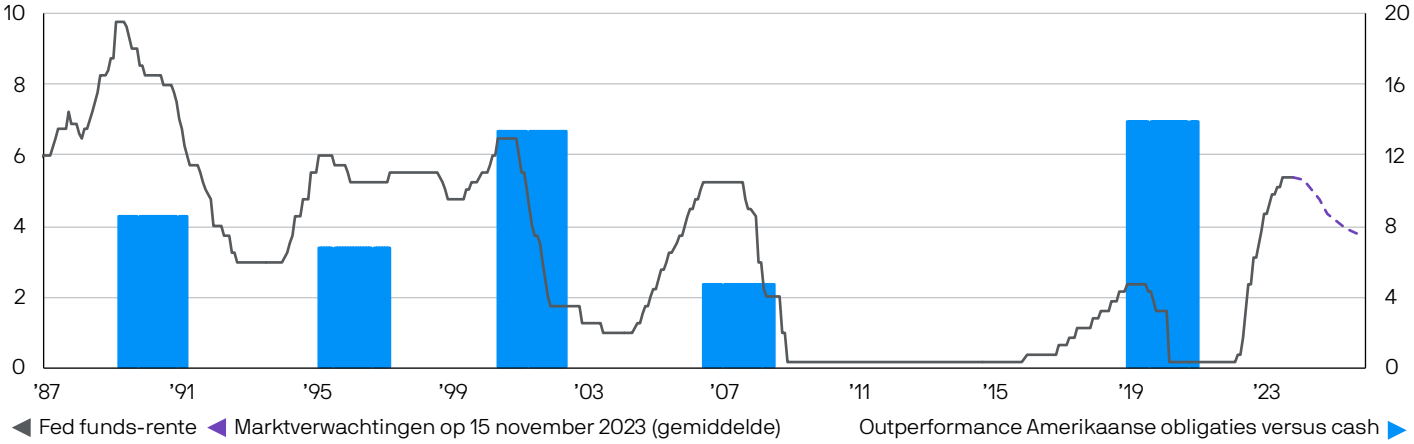
Er zijn echter nog steeds opties waarvan we verwachten dat ze beter zullen presteren dan cash, zowel in nominale als reële termen. De beste oplossingen om cash te verslaan liggen in de private markten, waarbij reële activa zoals infrastructuur en hout goed gepositioneerd zijn om hun sterke prestaties van 2022 te herhalen. Tot de liquide oplossingen behoren grondstoffenaandelen en hedgefondsstrategieën.

Over een veel langere tijdshorizon ziet cash er nog minder aantrekkelijk uit. Een investering in 1900 van USD 1 in de geldmarkten, zou in 2022 slechts zijn uitgegroeid tot USD 2 in reële termen, d.w.z. gecorrigeerd voor inflatie. Obligaties zouden over dezelfde periode USD 9 hebben opgeleverd. Op reële basis presteerden aandelen verreweg het best, met een rendement van USD 2600. Schuilen onder het veilige schild van cash is nooit de juiste beleggingsstrategie over een langere periode.

Figuur 25: Obligaties presteren beter dan cash na pieken van de rente

Relatieve prestaties van Amerikaanse obligaties versus cash na rentepieken

% (links); %-punten, tweejarige relatieve prestatie van Amerikaanse obligaties (US Aggregate) in totaal vs. cash (rechts)

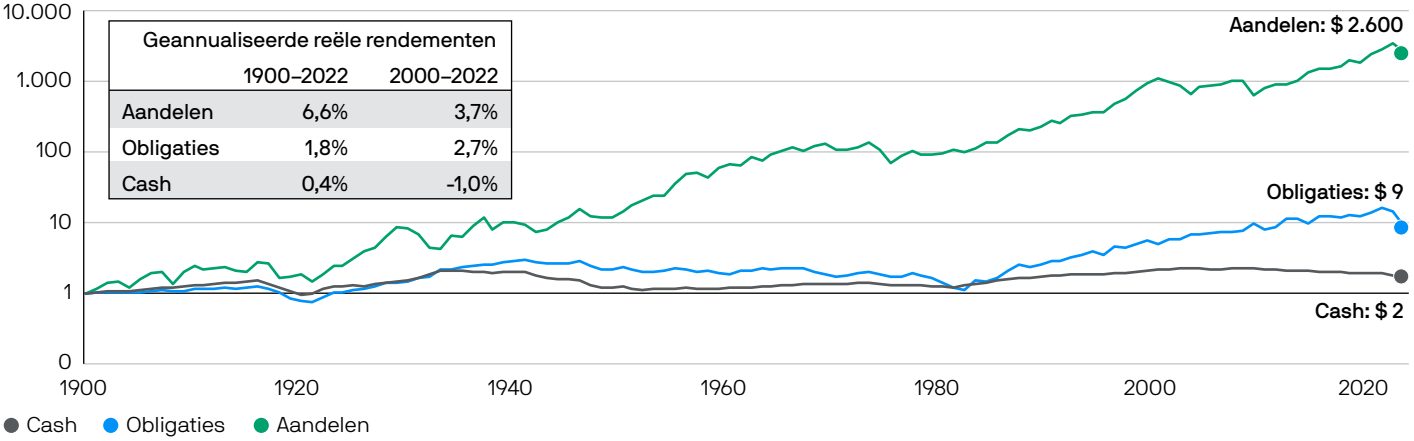


Bronnen: Bloomberg, Bloomberg Barclays, Federal Reserve, ICE BofA, J.P. Morgan Asset Management. Marktverwachtingen zijn berekend aan de hand van OIS-forwards. Cash: ICE BofA 3-Month Treasury Bill Index; Amerikaanse obligaties: Bloomberg Barclays US Aggregate Index. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

Figuur 26: Cash is nooit koning op de lange termijn

Totaalrendement van $ 1 in reële termen

USD, logaritmische schaal voor totaalrendement



Geannualiseerde reële rendementen	1900–2022	2000–2022
Aandelen	6,6%	3,7%
Obligaties	1,8%	2,7%
Cash	0,4%	-1,0%

Bronnen: Bloomberg, Bloomberg Barclays, FactSet, Shiller, Siegel, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Rendementen vóór 2010: Shiller, Siegel; vanaf 2010: Aandelen: S&P 500; Obligaties: Bloomberg Barclays US Treasury 20+ jaar Total Return Index; Cash: Bloomberg Barclays US Treasury Bills Total Return Index. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 15 november 2023.

Scenario's en risico's

Ons macro-economosche basisscenario op een horizon van 12 maanden gaat uit van milde recessies. Een explosieve groei van de productiviteit staat centraal in het 'Goudlokje'-scenario, terwijl het 'zachte landing'-scenario het meest in lijn lijkt te zijn met de huidige marktprijzen voor zowel aandelen als vastrentende waarden. Stagflatie is waarschijnlijk het meest uitdagende scenario voor de meeste beleggers, maar we verwachten dat bepaalde alternatieve beleggingen en grondstoffenstrategieën het beter zullen doen dan cash.

Milde recessies (basisscenario)

Macro: Economieën van ontwikkelde markten glijden af naar een milde recessie. Een zwakkere groei helpt om de inflatie weer in de richting van de doelstellingen van de centrale banken te duwen. De rentetarieven worden uiteindelijk verlaagd, zij het reactief in plaats van proactief, en tot niveaus die nog steeds ruim boven het dieptepunt van voor de pandemie liggen.

Markten: Gematigde neerwaartse trend voor aandelen, waarbij strategieën gericht op hogere kwaliteit en inkomsten voor outperformance zorgen. Positief klimaat voor vastrentende waarden, omdat de obligatierentes worden ondersteund doordat de markten verdere renteverlagingen inprijzen.

Goudlokje

Macro: De wereldwijde groei versnelt opnieuw terwijl de inflatie gematigd blijft, dankzij een combinatie van sterkere productiviteitsgroei en een stijgende arbeidsparticipatie die de druk op de arbeidsmarkt helpt te verlichten. De rentetarieven worden iets verlaagd, maar gezien het gezonde activiteitenniveau zijn aanzienlijke verlagingen niet nodig.

Markten: Sterkste scenario voor aandelen, met hogere beta en minder hoog gewaardeerde gebieden zoals smallcaps die outperformance realiseren. Kernobligaties bieden gezonde inkomstenstromen, maar de rentes blijven grotendeels binnen een bandbreedte.

Zachte landing

Macro: De groei blijft in de ontwikkelde markten dicht bij of licht onder de trend, terwijl de inflatie terugvalt naar 2%. De rentetarieven worden geleidelijk weer verlaagd richting 'neutraal', maar grotere renteverlagingen zijn niet nodig.

Markten: Dit scenario lijkt het meest overeen te komen met de huidige marktprijzen in zowel aandelen als obligaties. Kernobligaties leveren couponachtige rendementen, terwijl aandelenmarkten grotendeels binnen een bandbreedte blijven.

Stagflatie

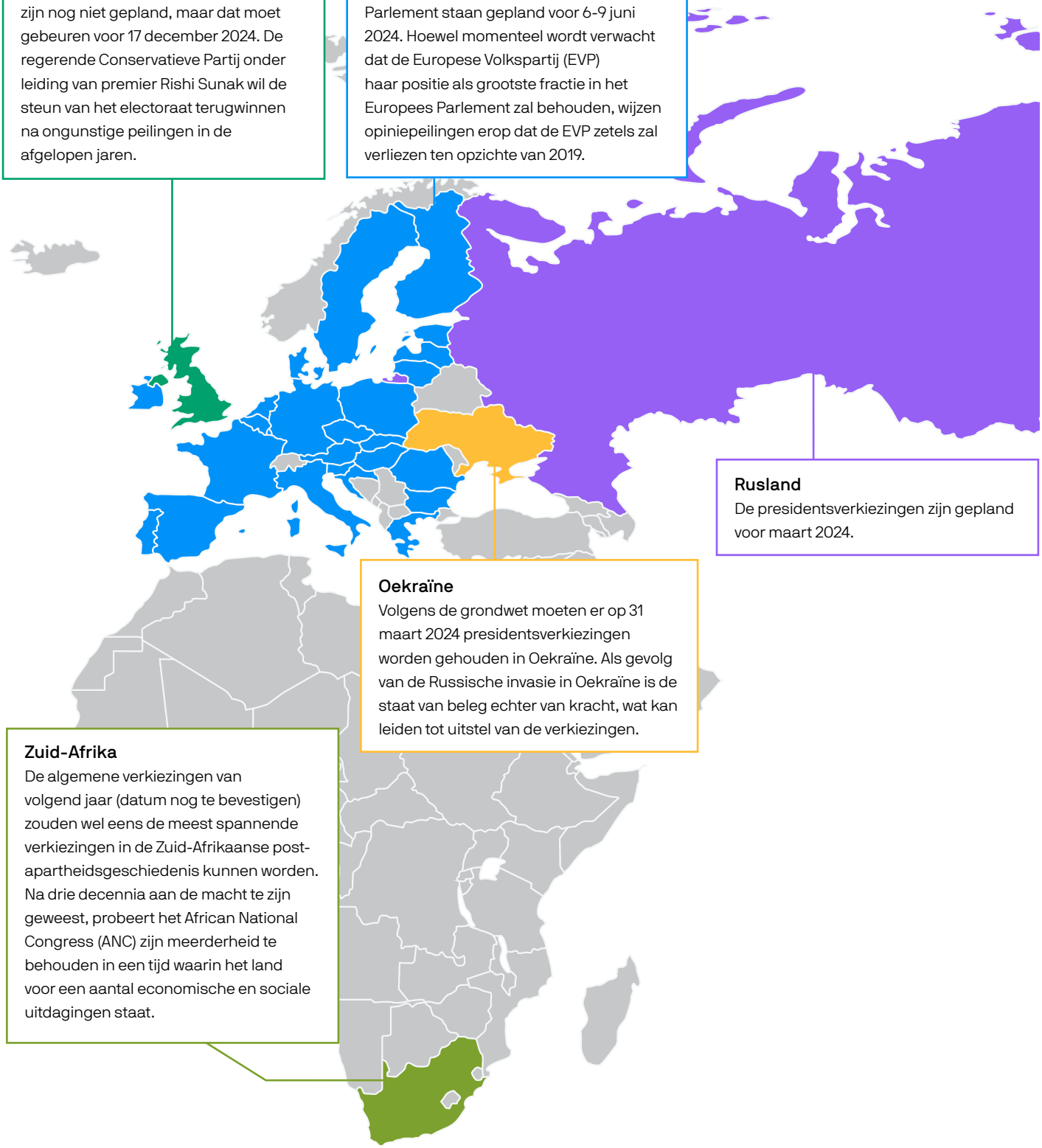
Macro: Hardnekkige inflatie dwingt centrale banken om de rente verder te verhogen naar restrictief gebied, omdat beleidsmakers bang zijn hun geloofwaardigheid te verliezen. Ondanks de schade die dit toebrengt aan de wereldeconomie, blijft de rente restrictief gezien de hoge inflatiedruk, met een diepere recessie als gevolg.

Markten: Zeer negatief klimaat voor aandelen, met druk op zowel de winsten als de multiples. Stijgende rentes op vastrentende waarden leiden tot verliezen, terwijl de correlaties tussen aandelen en obligaties positief blijven. Vastgoed- en grondstoffenstrategieën doen het beter dan cash, terwijl hedgefondsen die kunnen profiteren van hogere volatiliteit ook goed presteren.

Appendix - EMEA

VK
De algemene verkiezingen in het VK zijn nog niet gepland, maar dat moet gebeuren voor 17 december 2024. De regerende Conservatieve Partij onder leiding van premier Rishi Sunak wil de steun van het electoraat terugwinnen na ongunstige peilingen in de afgelopen jaren.

EU
De verkiezingen voor het Europees Parlement staan gepland voor 6-9 juni 2024. Hoewel momenteel wordt verwacht dat de Europese Volkspartij (EVP) haar positie als grootste fractie in het Europees Parlement zal behouden, wijzen opiniepeilingen erop dat de EVP zetels zal verliezen ten opzichte van 2019.



Rusland
De presidentsverkiezingen zijn gepland voor maart 2024.

Oekraïne
Volgens de grondwet moeten er op 31 maart 2024 presidentsverkiezingen worden gehouden in Oekraïne. Als gevolg van de Russische invasie in Oekraïne is de staat van beleg echter van kracht, wat kan leiden tot uitstel van de verkiezingen.

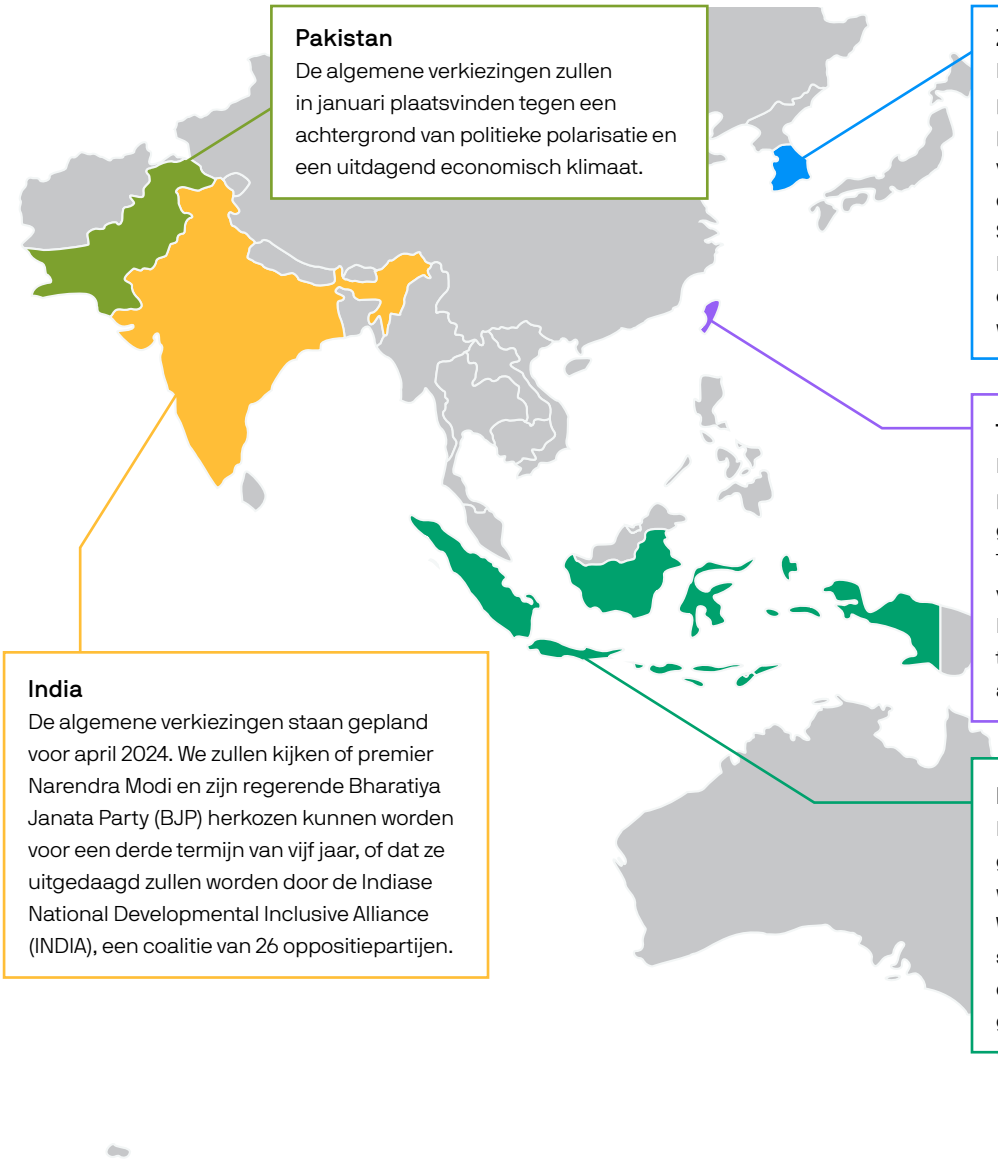
Zuid-Afrika
De algemene verkiezingen van volgend jaar (datum nog te bevestigen) zouden wel eens de meest spannende verkiezingen in de Zuid-Afrikaanse post-apartheidsgeschiedenis kunnen worden. Na drie decennia aan de macht te zijn geweest, probeert het African National Congress (ANC) zijn meerderheid te behouden in een tijd waarin het land voor een aantal economische en sociale uitdagingen staat.

Appendix - Amerika's

VS
De Amerikaanse presidentsverkiezingen staan gepland voor 5 november 2024. Als Biden en Trump het tegen elkaar opnemen, zou dit de eerste presidentiële rematch zijn sinds 1956. De uitkomst van de verkiezingen zal van invloed zijn op mondiaal niveau, gezien de verschillende standpunten van de Republikeinen en Democraten over een aantal kwesties, waaronder de oorlog in Oekraïne en klimaatmaatregelen.

Mexico
Er zijn algemene verkiezingen gepland voor 2 juni 2024. De zittende president Andrés Manuel López Obrador mag zich niet herkiesbaar stellen. Vier andere kandidaten hebben zich gemeld als mogelijke opvolger.

Appendix - APAC



Pakistan
De algemene verkiezingen zullen in januari plaatsvinden tegen een achtergrond van politieke polarisatie en een uitdagend economisch klimaat.

Zuid-Korea
De Zuid-Koreaanse parlementsverkiezingen vinden plaats op 10 april 2024. De komende verkiezingen zullen cruciaal zijn voor de beleidsagenda van president Yoon Suk Yeol, aangezien de regerende People Power Party (PPP) momenteel een minderheid van de zetels in de wetgevende macht heeft.

Taiwan
De presidentsverkiezingen vinden plaats op 13 januari. We zullen in de gaten houden of Lai Ching-te, de Taiwanese vicepresident en kandidaat voor de zittende Democratische Progressieve Partij (DPP) wint. Ching-te is onbuigzamer over China dan de andere kandidaten.

India
De algemene verkiezingen staan gepland voor april 2024. We zullen kijken of premier Narendra Modi en zijn regerende Bharatiya Janata Party (BJP) herkozen kunnen worden voor een derde termijn van vijf jaar, of dat ze uitgedaagd zullen worden door de Indiase National Developmental Inclusive Alliance (INDIA), een coalitie van 26 oppositiepartijen.

Indonesië
Indonesië houdt op 14 februari de grootste verkiezingen op één dag ter wereld. De huidige president Joko Widodo mag zich niet verkiesbaar stellen voor een derde termijn. Er zijn drie belangrijke kandidaten naar voren gekomen als presidentskandidaat.

Auteurs

Karen Ward
Chief Market Strategist for EMEA

Paola Toschi
Global Market Strategist

Tilmann Galler
Global Market Strategist

Vincent Juvyns
Global Market Strategist

Hugh Gimber
Global Market Strategist

Max McKechnie
Global Market Strategist

Natasha May
Global Market Analyst

Zara Nokes
Global Market Analyst

Het Market Insightsprogramma 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 nietonafhankelijk 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 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/emeaprivacy-policy**. Dit document is uitgegeven door JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l., EBBC, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg, R.C.S. Luxemburg B27900, maatschappelijk kapitaal EUR 10.000.000.

Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. Alle rechten voorbehouden.

Beeldbron: Getty Images.

LV–JPM54456 | 11/23 | NL | 09na231711094117

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT