

Mid-Year Investment Outlook 2025

Stabiele funderingen voor een instabiele wereld



Auteurs

Karen Ward

Chief Market Strategist EMEA

Tilman Galler

Global Market Strategist

Maria Paola Toschi

Global Market Strategist

Hugh Gimber

Global Market Strategist

Aaron Hussein

Global Market Strategist

Max McKechnie

Global Market Strategist

Natasha May

Global Market Analyst

Zara Nokes

Global Market Analyst

In het kort

- De markten spelen een cruciale rol bij het sturen van de Amerikaanse regering in de richting van een verstandig, vriendschappelijk beleid, maar de onzekerheid zal de activiteit in de toekomst waarschijnlijk blijven remmen. **Waar we bang voor moeten zijn, is de angst zelf.**
- We ontlelen vertrouwen aan de sterke fundamentals van de Amerikaanse private sector en de manier waarop andere landen reageren met hun eigen stimuleringsmaatregelen.
- Beleggers moeten zich richten op stabiele strategieën om te gedijen in deze onstabiele tijden:
 - **Gebruik regionale aandelendiversificatie en inkomstenstrategieën.** Diversificatie vermindert de risico's die samenhangen met een te grote afhankelijkheid van het wel en wee van technologie en de brede Amerikaanse markt.
 - **Houd obligaties aan voor slecht weer, niet voor alle weertypes.** Beleggers in vastrentende waarden hebben te maken met tegenstrijdige risico's van hogere inflatie en vertragende groei. Desondanks zien we nog steeds een belangrijke rol weggelegd voor obligaties in een portefeuille.
 - **Gebruik alternatieve beleggingen voor alternatieve risico's.** Nu de dreiging van een opflakkerende inflatie groot is, moeten beleggers denken aan de lessen van 2022 en hoe reële activa een afdekking tegen inflatie kunnen vormen.
 - **Let op valutablootstelling.** Valutabewegingen kunnen de verliezen op Amerikaanse activa in verschillende risk-off scenario's verergeren. Wees alert op belangen in vreemde valuta en overweeg posities in USD af te dekken.

Waar we bang voor moeten zijn, is de angst zelf

In zijn inaugurale rede in 1933 gebruikte de Amerikaanse president Franklin D. Roosevelt de nu beroemde zin "het enige dat we te vrezen hebben, is de angst zelf". Hij betoogde dat het slechts angst was die de Amerikaanse vraag verlamde in de nasleep van de Grote Depressie, in plaats van structurele problemen in de fundamenteën van de economie. Dit citaat is relevant voor de belangrijkste risico's waarmee de VS en de wereldeconomie vandaag worden geconfronteerd.

De wereldeconomie is structureel gezond. De afgelopen paar jaar heeft die recessievoorspellingen weten te weerstaan ondanks de snel stijgende inflatie en rentetarieven, dankzij robuuste balansen van huishoudens en bedrijven. Het risico is dat de onzekerheid over het beleid van de VS ervoor zorgt dat bedrijven en huishoudens hun bestedingsplannen opschorten en kiezen voor een afwachtende houding. Waar we bang voor moeten zijn, is de angst zelf.

Op het moment van schrijven is er grote onzekerheid over de omvang en reikwijdte van de tarieven die de VS zullen opleggen aan hun handelspartners. De schokkende cijfers die op 'Bevrijdingsdag' werden aangekondigd, zijn inmiddels weer gedaald, maar het effectieve tarief op Amerikaanse importen bevindt zich nog steeds op het hoogste niveau sinds de jaren veertig (zie **Figuur 1**). Een uitspraak van de Amerikaanse handelsrechtbank eind mei tegen de noodverklaring van de president om ingrijpende tarieven in te voeren, heeft de onzekerheid nog vergroot. Omdat de president nog verschillende andere juridische wegen kan bewandelen als de wederzijdse tarieven uiteindelijk worden ingetrokken, vermoeden we dat de regering manieren zal

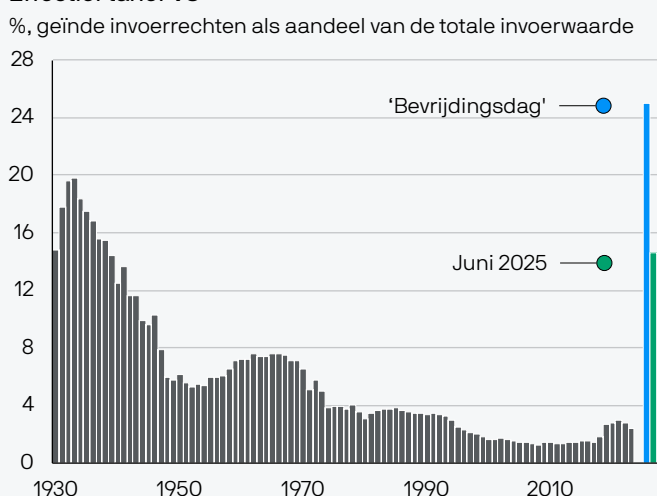
vinden om hun handelsbeleidsdoelen te blijven nastreven. Eén reden voor de regering om een oplossing te vinden voor de huidige juridische uitdagingen is dat ze al plannen maakt voor de besteding van de inkomsten.

Het fiscale pakket dat zich een weg baant door beide kamers van het Congres, verlengt niet alleen de belastingverlagingen waar de Tax Cuts and Jobs Act van 2017 voor zorgde, maar voegt nog meer fiscale cadeautjes toe. Dit resulteert in belastingverlagingen en uitgaven ter waarde van \$ 5,3 miljard op basis van schattingen van het Congressional Budget Office (CBO). Hoewel deze belastingverlagingen in theorie later zullen worden gecompenseerd door tariefinkomsten en bezuinigingen, is het begrijpelijk dat de obligatiemarkt twijfelt aan het pad dat de Amerikaanse overheid volgt (zie **Figuur 2**).

Of de voordelen voor de Amerikaanse economie van de budgettaire versoepeling opwegen tegen de hogere rente is een belangrijke vraag. Als emittent van 's werelds reservevaluta kan het Amerikaanse ministerie van Financiën met meer weggkomen dan landen als het VK, maar de 'Liz Truss-episode' in het VK bevat wel een les voor de Amerikaanse overheid: als de economie op volledige werkgelegenheid draait, zal een versoepeling van de begroting alleen maar leiden tot hogere leenkosten.

De hoge mate van onzekerheid over de vooruitzichten voor het handels- en fiscale beleid, en bijgevolg over groei en inflatie, kan in de tweede helft van 2025 voor een hobbelige rit op de markten zorgen, met beleggers die zullen reageren op inkomende groei- en inflatiegegevens.

Figuur 1: De Amerikaanse tarieven zijn sinds begin april gedaald, maar zijn nog steeds historisch hoog
Effectief tarief VS



Bronnen: Cato Institute, Ministerie van Handel, J.P. Morgan Asset Management. Schattingen zijn van J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 6 juni 2025.

Figuur 2: De One Big Beautiful Bill voegt nog meer leningen toe aan een al zorgwekkend begrotingstraject
Netto federale schuld VS



Bronnen: BEA, CFRB, US Treasury, J.P. Morgan Asset Management. Prognoses zijn gebaseerd op projecties van het CFRB en interne schattingen van J.P. Morgan Asset Management en zijn inclusief rentekosten. OBBBA verwijst naar de One Big Beautiful Bill Act zoals aangenomen door het Huis van Afgevaardigden op 22 mei 2025. Gegevens per 31 mei 2025.

De belangrijkste gegevens die we in de gaten zullen houden, zijn de volgende (die uiteraard allemaal toegankelijk zullen zijn in onze dagelijkse Guide to the Markets):

- Intenties voor bedrijfsinvesteringen en werving van personeel om de schade te meten van 'afwachtend gedrag' van bedrijven (zie **Figuur 3**).
- Bestedingen aan duurzame consumentengoederen om de schade van afwachtend gedrag van huishoudens te meten.
- Inkoopmanagersindices - specifiek de input- en outputprijscomponenten - zijn belangrijk voor beleggers om te meten hoe bedrijven zich gedragen en hoe handelstarieven worden doorberekend.
- Verwachtingen voor de consumentenprijsinflatie die de Federal Reserve (Fed) kunnen laten aarzelen om de rente te verlagen.

We vermoeden dat de gegevens zullen wijzen op een Amerikaanse economie die eerder vertraagt dan in een recessie terechtkomt. Wij zien de risico's eerder in de richting gaan van bezorgdheid over inflatie dan over een recessie. De recente toegift van 'Goudlokkje' was volgens ons grotendeels te danken aan een migratiegolf in de VS die de loonstijging en de bredere inflatiedruk in Amerika snel naar beneden haalde (zie **Figuur 4**). Nu de migratie effectief een halt is toegeroepen na een zeer sterk signaal van de huidige regering, zou het risico van een nieuwe aanbodschock van 2022 die gepaard gaat met een vraagstimulerende begrotingsschok beleggers opnieuw kunnen schokken met een sterker dan verwachte stijging van de inflatie.

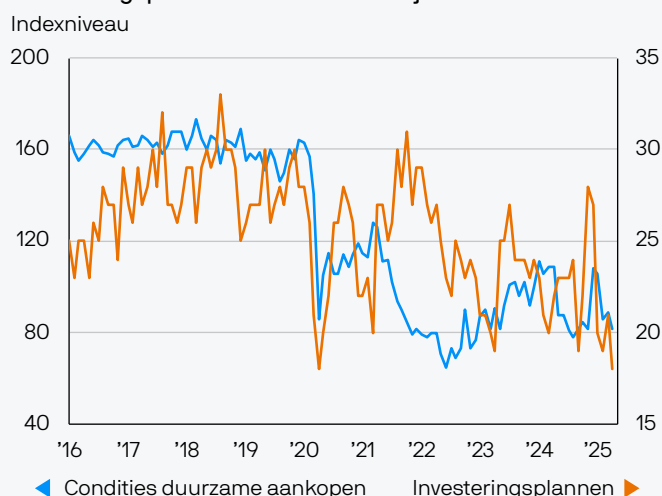
Deze balans van risico's plaatst de Fed in een ongemakkelijke positie en zet haar volgens ons in een reactieve in plaats van preventieve modus. Beleggers hebben hun verwachtingen voor renteverlagingen door de Fed dit jaar al naar beneden bijgesteld. Volgens ons moet de inflatie vrij sterk stijgen voordat de Fed openlijk begint te praten over renteverhogingen, vooral gezien de uitgesproken mening van de president over het Amerikaanse monetaire beleid. Onze centrale verwachting is dat de Fed de rente tot en met de rest van 2025 op een laag niveau houdt.

Als we de neerwaartse risico's verkeerd hebben ingeschat en de werkloosheid begint te stijgen, vermoeden we dat de Fed de zorgen over de inflatie zal negeren en het beleid zal versoepelen, misschien wel aanzienlijk. In dit scenario mogen beleggers de recessiebescherming die kernobligaties bieden niet vergeten.

Als we verder kijken dan de VS, zien we opnieuw dat Europa vaak op zijn best is als het wordt geconfronteerd met een gemeenschappelijke tegenstander of crisis. Wij voelen ons bemoedigd door een aanzienlijk positiever intern beleid. Duitsland benut nu de aanzienlijke begrotingsruimte die het de afgelopen jaren heeft bewaakt. De door de nieuwe regering voorgestelde fiscale stimulering is enorm, waarbij de belangrijkste vraag voor de Duitse groeivoorzichten is hoe snel zo'n grote hoeveelheid geld kan worden ingezet.

Figuur 3: Huishoudens en bedrijven wachten af

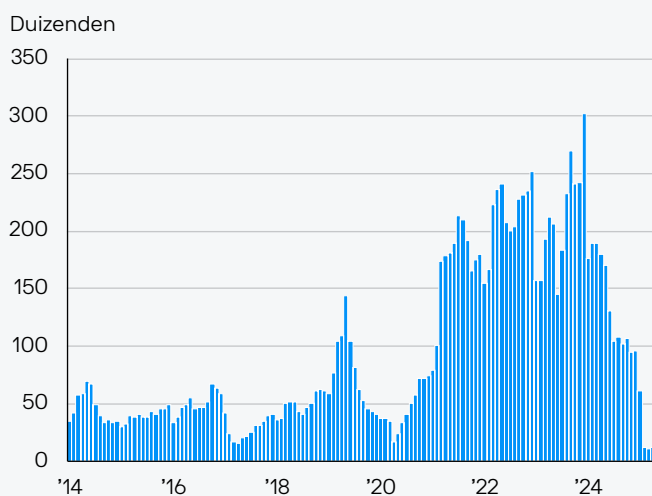
VS: koopcondities duurzame goederen consumenten en investeringsplannen van kleine bedrijven



Bronnen: LSEG Datastream, NFIB, Universiteit van Michigan, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 4: Sterke signalen van de Amerikaanse regering hebben de migratie stopgezet

Ontmoetingen aan de zuidwestelijke landgrens van de VS



Bronnen: Haver Analytics, US Customs and Border Protection, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens over tellingen omvatten mensen die worden vastgehouden omdat ze illegaal in de VS zijn, mensen die niet toelaatbaar worden geacht in een plek van binnenkomst en mensen die worden uitgezet in het belang van de volksgezondheid. Gegevens per 31 mei 2025.

De situatie voor de Europese consument verbetert ook. De reële lonen blijven stijgen, de arbeidsmarkten blijven over het algemeen stevig en de dalende rentetarieven zouden de regio eindelijk kunnen aanmoedigen om een deel van de aanzienlijke spaargelden die tijdens de Covid-pandemie werden opgebouwd, in te zetten (zie **Figuur 5**).

Europa's interne herstel kan ontsporen als de spanningen met de VS weer oplopen. Eind mei was een duidelijk voorbeeld van hoe snel dingen kunnen veranderen, toen de Amerikaanse regering dreigde om al op 1 juni extra tarieven tot 50% in te voeren voor de Europese Unie (EU), om slechts twee dagen later te de-escaleren. President Trump noemde het tekort op de goederenhandelsbalans van de VS met de EU en de trage voortgang van de handelsbesprekingen als redenen voor de mogelijk hogere tarieven. We vermoeden dat er, net als in andere regio's, een deal moet worden gesloten, omdat een langdurige handelsoorlog met vergeldingsmaatregelen niet in het belang van beide partijen lijkt te zijn. Als Europa zijn herstel kan volhouden, is er misschien ruimte voor Europese aandelen om hun buitenproportionele waarderingsverschil met de VS te verkleinen.

Het VK deelt veel van de potentiële rugwind van continentaal Europa, waaronder een aanzienlijke hoeveelheid spaargeld die is opgebouwd tijdens de pandemie. Het handelsklimaat is aantoonbaar ook aan het verbeteren voor het VK. Er is al een handelsovereenkomst met de VS gesloten, maar - wat nog belangrijker is voor Britse exporteurs - de betrekkingen met de EU zijn ook aanzienlijk verbeterd.

De belangrijkste uitdaging voor het VK in de rest van 2025 is de najaarsbegroting, waarbij minister van Financiën Rachel Reeves opnieuw voor moeilijke beslissingen staat als ze zich aan haar begrotingsregels wil houden. Afgelopen herfst verhoogde ze een van de weinige belastingen die niet in het verkiezingsprogramma van haar partij was uitgesloten - de werkgeversbijdragen voor de volksverzekeringen - om een impuls voor hogere overheidsuitgaven te financieren. Nu de najaarsbegroting van 2025 nadert, is het goed mogelijk dat de Britse regering door de hogere wereldwijde rentetarieven moet kiezen tussen bezuinigen of belastingen verhogen.

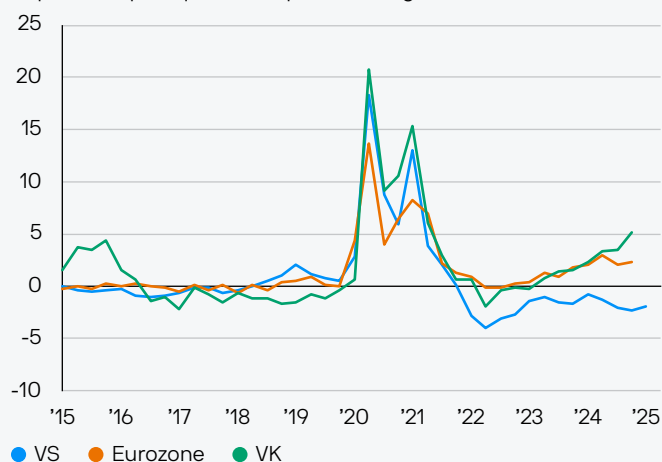
Gezien de publieke weerstand tegen de belastingverhoging van afgelopen najaar en de noodzaak om de groei te ondersteunen, vermoeden we dat alle fiscale beslissingen gericht zullen zijn op het beperken van de uitgaven op de middellange termijn. Als het Office for Budget Responsibility - de fiscale waakhond van het Verenigd Koninkrijk - zijn tot nu toe optimistische productiviteitsprognoses naar beneden bijstelt, zullen de fiscale vooruitzichten er in de herfst waarschijnlijk slechter uitzien, waardoor minister Reeves mogelijk gedwongen wordt om verhogingen van de 'grote' belastingen te heroverwegen.

De Bank of England (BoE) kan gedwongen worden om haar versoepelingscyclus tijdelijk te stoppen, tenzij de inflatiedruk in het VK snel afneemt (zie **Figuur 6**). De kerninflatie blijft hardnekkig hoog in het VK, in weerwil van het voortdurende optimisme van de Bank dat de inflatie binnen de beoogde horizon terugkeert naar 2%.

Figuur 5: Europese huishoudens hebben een enorme hoeveelheid spaargeld om in te zetten

Overtollige spaarquotes

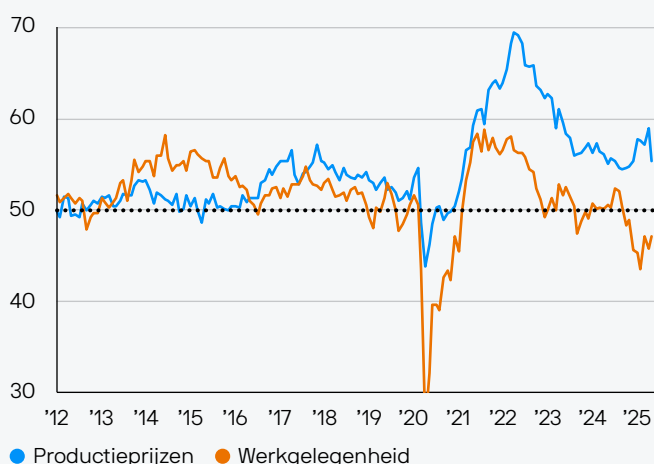
%-punten, spaarquote ten opzichte van gemiddelde 2015-2019



Bronnen: BEA, Eurostat, LSEG Datastream, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 6: De combinatie van vertragende groei en aanhoudende inflatie bezorgt de BoE hoofdpijn

Samengestelde inkoopmanagersindices (PMI) VK



Bronnen: Bloomberg, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Een PMI-score van 50 geeft aan dat de prijzen en werkgelegenheid niet stijgen of dalen, boven de 50 duidt op stijgende prijzen of werkgelegenheid. Gegevens per 31 mei 2025.

In Azië lijkt China de problemen bij het exporteren van goederen naar de VS grotendeels te blijven omzeilen door gebruik te maken van tussenliggende handelspartners (zie **Figuur 7**). Als de VS dit in de komende onderhandelingen met andere regio's aan banden legt, moet China, net als Duitsland, beslissen of het de binnenlandse vraag stimuleert om de zwakkere exportvraag te compenseren. In tegenstelling tot Duitsland heeft China echter weinig animo getoond voor een wezenlijk binnenlands stimuleringspakket.

Beijing lijkt er wel in geslaagd te zijn de daling van de vastgoedprijzen een halt toe te roepen, en zijn inspanningen om binnenlandse aandelenbeleggingen aan te moedigen hebben bijgedragen aan hogere aandelenkoersen, waardoor de welvaartseffecten voor de consument gunstiger zijn geworden.

Maar we moeten nog zien dat de acties van Beijing zich vertalen in een betekenisvolle stijging van het consumentenvertrouwen of de consumentenbestedingen, die cruciaal zullen zijn als China bestand wil zijn tegen buitenlandse handelsdruk.

De aankondiging van DeepSeek in januari was echter een symbolische herinnering aan wat de Chinese regering goed heeft gedaan, wat veel opkomende economieën niet doen (zie **Figuur 8**). China concentreerde zich op onderwijs en produceert daardoor elk jaar een groot aantal hoogopgeleide afgestudeerden. Als de overheid ondernemerschap stimuleert - en ingenieurs er vertrouwen in hebben dat ze zullen profiteren van de vruchten van hun arbeid - dan zou China wel eens voorop kunnen lopen op het gebied van technologische innovatie.

Over het geheel genomen verwachten we, ondanks de ruis, redelijk gunstige vooruitzichten met een overgang in het komende jaar naar een tragere en meer geografisch gespreide groei. Maar er zijn aanzienlijke risico's in beide richtingen. Neerwaartse risico's zouden voortvloeien uit angst veroorzaakt door beleidsonzekerheid, leidend tot een significante reducering van de plannen voor personeelswerving en investeringen. En misschien nog ontwrichtender is het risico van een meedogenloze terugkeer van de inflatie.

Het hebben van een stabiele strategie om met een instabiele wereld om te gaan, zal van cruciaal belang zijn om de vervelende voortdurende politieke ruis te kunnen uitschakelen, in de veilige wetenschap dat, zelfs als die ruis een destabiliserende kakofonie wordt, er strategieën voor kapitaalbehoud voorhanden zijn.

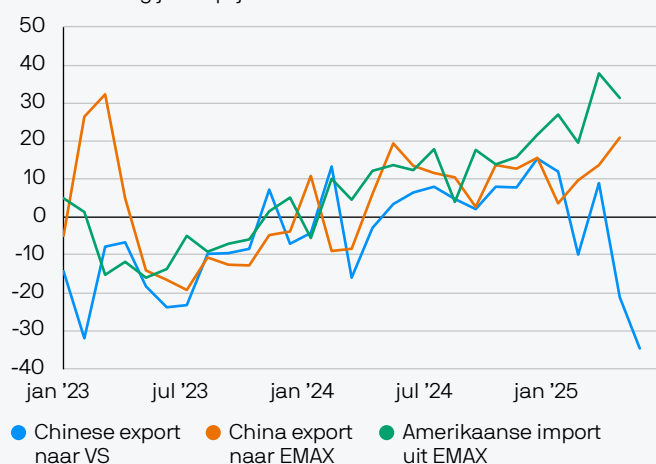


Het risico is dat de onzekerheid over het Amerikaanse beleid ertoe leidt dat bedrijven en huishoudens hun bestedingsplannen opschorten en in plaats daarvan kiezen om af te wachten.

Figuur 7: China lijkt zijn export te verleggen naar andere markten

Chinese export naar en Amerikaanse import uit EMAX-landen

% verandering jaar-op-jaar

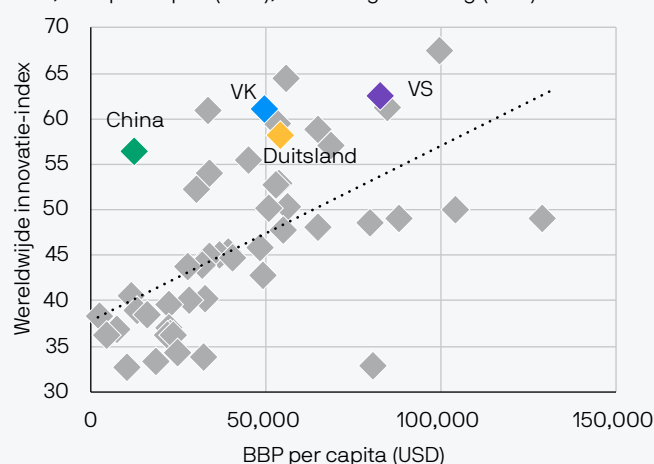


Bronnen: China Customs, LSEG Datastream, US Census Bureau, J.P. Morgan Asset Management. EMAX omvat Brunei, India, Indonesië, Laos, Maleisië, Filipijnen, Singapore, Thailand en Vietnam. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 8: DeepSeek herinnerde aan China's innovatiecapaciteit

BBP per capita en WIPO Global Innovation Index 2024

USD, BBP per capita (X-as); indexrangschikking (Y-as)



Bronnen: Wereldbank, World Intellectual Property Organization (WIPO), J.P. Morgan Asset Management. De ranglijsten komen uit de WIPO Global Innovation Index 2024: Unlocking the Promise of Social Entrepreneurship. Gegevens per 31 mei 2025.



Gebruik regionale aandelendiversificatie en inkomstenstrategieën

De eerste helft van 2025 is voor aandelenbeleggers een heel avontuur geweest. Het is goed mogelijk dat de volatiliteit aanhoudt terwijl het economische verhaal blijft slingeren van recessievrees naar inflatiezorgen en dat de markten politici sturen in de richting van verstandige, vriendelijke beleidskeuzes. De juiste strategie om het jaar met een hoogtepunt af te sluiten is om niet te gevoelig te worden voor de nieuwsstroom en regionaal gediversifieerder te zijn dan optimaal was in de vorige cyclus.

Na het sterkste kwartaal sinds 2015 voor Europese aandelen ten opzichte van de Amerikaanse markt,¹ daalden wereldwijde aandelen begin april als gevolg van de aankondiging van de Amerikaanse handelstarieven. Deze negativiteit bleek echter van korte duur: de S&P 500 index had slechts 18 handelsdagen nodig om de verliezen van begin april weg te werken. Op voorwaarde dat beleggers het jaar begonnen met een goed gespreide portefeuille over regio's en stijlen, was niets doen waarschijnlijk de optimale strategie.

In 2025 zijn tot nu toe drie belangrijke marktverwachtingen op de proef gesteld. De eerste was dat de winsten van technologiebedrijven extreem sterk zouden blijven, zelfs met enige matiging in de consensusverwachtingen. De tweede was de aanname dat de winstgroei zich zou uitbreiden van de megacap-techbedrijven naar andere sectoren in de Amerikaanse markt. De derde aanname was dat deze verbreding van de winstgroei over sectoren, minder technologiegerichte regionale aandelenmarkten zou ondersteunen.

Voorafgaand aan de tariefaankondigingen in april hadden deze marktverhalen zich al ontwikkeld toen nieuwe informatie aan het licht kwam. Het belangrijkste was dat 'DeepSeek Monday' in januari vraagtekens zette bij het leiderschap van de Amerikaanse techreuzen in de AI-industrie. De Chinese start-up DeepSeek beweerde erin geslaagd te zijn om een groot taalmodel te ontwikkelen dat met een fractie van de tijd en kosten kon wedijveren met Amerikaanse equivalenten. Dit leidde tot een wegtrekkende beweging uit Amerikaanse megacap-techbedrijven.

Naast minder blootstelling aan de technologiesector, wat steeds gunstiger leek, droeg ook de fiscale ommezwaai van Europa bij aan het optimisme over de regio.



Het belangrijkste is dat we nog steeds denken dat beleggers, in tegenstelling tot de afgelopen 10 tot 15 jaar, een beter risicogecorrigeerd rendement kunnen verwachten met een goede regionale spreiding, dan met geconcentreerde Amerikaanse portefeuilles.

Het Amerikaanse handelsbeleid heeft de marktverwachtingen verder op de proef gesteld. Na aanzienlijke regionale verschillen in het eerste kwartaal van 2025 volgen de wereldwijde aandelenmarkten elkaar sinds 2 april meer op de voet, met dalingen bij escalatie op handelsgebied en stijgingen bij afnemende spanningen. De sectorbewegingen in april laten zien waar beleggers op zoek zijn gegaan naar veiligheid, waarbij defensieve sectoren zoals basismaterialen en nutsbedrijven het tijdens de maand beter deden dan meer cyclische sectoren zoals energie en consumentenelektronica.

Belangrijk is dat de gezondheid van bedrijven een belangrijke steun blijft voor de aandelenmarkt. De tragere economische groei die we verwachten, is niet te wijten aan bedrijven die te hoge schuldposities moeten afbouwen. In plaats daarvan bestaat de oorzaak eruit dat bedrijven de luiken dichttimmeren vanwege de hoge onzekerheid, maar ze doen dat vanuit een positie met relatief sterke balansen. Dit betekent dat de winstgroei vermoedelijk eerder zal stagneren dan afnemen. Een scherpere daling zal waarschijnlijk alleen te zien zijn als de Amerikaanse regering vasthoudt aan een vijandig beleid.

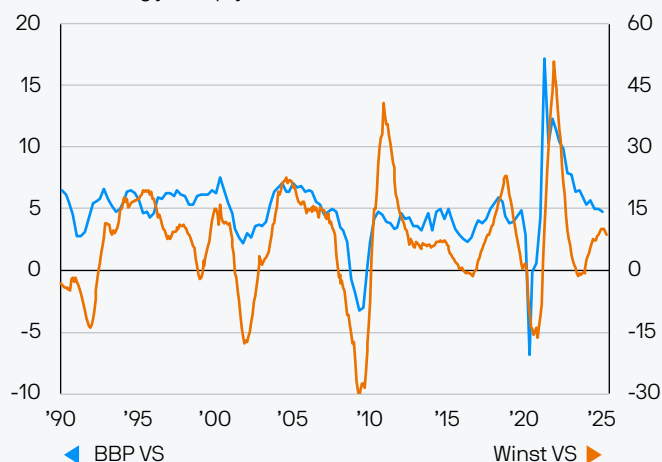
De uitdaging voor aandelenbeleggers is dat de consensusverwachtingen voor de winst nog steeds optimistischer zijn dan de macro-economische vooruitzichten impliceren, ondanks enige matiging tot nu toe dit jaar. De winstverwachtingen voor 2025 in de VS zijn sinds begin januari met vijf procentpunten gedaald, maar liggen nog steeds op 9% op jaarbasis en voor 2026 wordt een verdere groei van 14% verwacht. In Europa begonnen de winstverwachtingen voor 2025 met een meer gematigde 8% jaar-op-jaar, waarna ze aanzienlijk gedaald zijn (zie Figuur 9 en 10).

¹ S&P 500 en MSCI Europa in lokale valuta.

Figuur 9: Winst S&P 500 zal samen met de economie vertragen

Nominale BBP-groei VS en winstgroei S&P 500

% verandering jaar-op-jaar

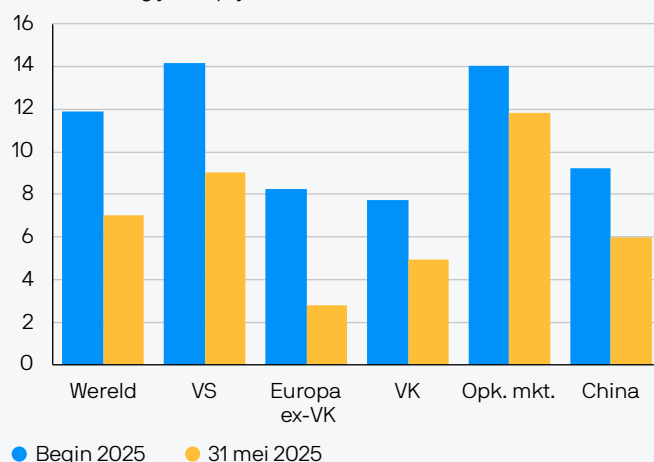


Bronnen: BEA, IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Winst VS is S&P 500 12-maands voortschrijdende winst per aandeel, zoals gepubliceerd door IBES. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 10: Consensuswinstverwachtingen lijken nog te optimistisch

Consensuswinstverwachtingen voor wereldwijde 2025

% verandering jaar-op-jaar



Bronnen: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. MSCI-indices worden gebruikt voor wereld, Europa ex-VK, opkomende markten en China. VK is FTSE All-Share en VS is S&P 500. Gegevens per 31 mei 2025.

Het vermogen van bedrijven om hogere inkoopkosten door te berekenen aan consumenten is cruciaal, maar is frustrerend moeilijk te voorspellen. In 2019 verzwakten de Amerikaanse marges met ongeveer een half procentpunt, hoewel de omvang van de handelsschok veel kleiner was dan nu. Deze keer verwachten we dat, zelfs als bedrijven erin slagen hun prijsstellingsvermogen te behouden, hogere consumentenprijzen op termijn zullen leiden tot een zwakkere vraag, wat op zijn beurt zal wegen op de winst van bedrijven, zelfs als de marges op een robuust niveau blijven. Het winstseizoen van het eerste kwartaal bood weinig inzicht in hoe bedrijven zouden omgaan met hogere inkoopkosten, omdat veel bedrijven ofwel meerdere sets met prognoses gaven op basis van verschillende scenario's, ofwel er de voorkeur aan gaven om hun prognoses in te trekken.

Onzekerheid over het toekomstige belastingbeleid kan een andere factor zijn geweest waardoor bedrijven aarzelden om duidelijke verwachtingen voor de toekomst te geven. Toen president Trump in december 2017 de Tax Cuts and Jobs Act goedkeurde, zorgde een lager vennootschapsbelastingtarief ervoor dat de winstverwachtingen in slechts drie maanden tijd met 10 procentpunt omhoog gingen. Maar terwijl de precieze vorm van de belastingwet van dit jaar nog wordt verfijnd, zullen de belastingverlagingen van 2025 veel meer gericht zijn op consumenten dan op bedrijven, waardoor het minder waarschijnlijk is dat ze een brede impact zullen hebben. Beleggers in aandelen zullen ook de impact van nieuwe fiscale impulsen moeten afwegen tegen de impact van hogere obligatierentes op de multiples.

De winstontwikkeling van megacap-techbedrijven is een ander essentieel onderdeel van de algehele winstvooruitzichten (zie **Figuur 11**). Eén manier om de nog steeds hoge winstverwachtingen voor de VS te rationaliseren, ondanks de oplopende macro-economische tegenwind, is door te stellen dat de megacaps immuun zijn voor cyclische zwakte. Het zou nog steeds zo kunnen zijn dat CEO's nieuwe mogelijkheden op het gebied van kunstmatige intelligentie zo belangrijk vinden dat de investeringen in technologie ondanks de zwakkere groei onverminderd hoog blijven. Dit lijkt echter een gewaagde veronderstelling om op te vertrouwen in zo'n onzekere macro-omgeving als nu, en eentje zonder historisch precedent (zie **Figuur 12**). Handelsbeperkingen die de overdracht van cruciale technologieën over de hele wereld beperken, zijn een andere factor om rekening mee te houden bij de beoordeling van de vooruitzichten voor de winsten van techbedrijven, naast het niveau van toegepaste handelstarieven.

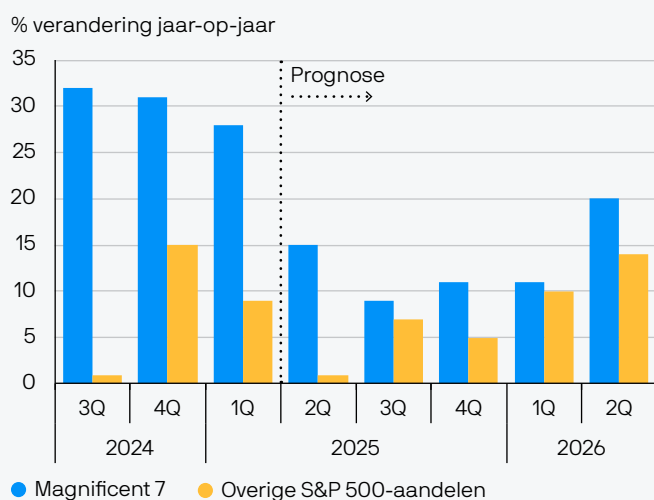
Waarderingen zijn een slechte leidraad voor toekomstige rendementen op elke kortetermijnhorizon, maar mochten de winstverwachtingen gaan dalen, dan merken we op dat de waarderingen in veel markten op dit moment hoog blijven. Dit suggereert dat de waarderingen weinig ruimte hebben om een eventuele winstdaling te absorberen. In de VS is de daling van dit jaar grotendeels een verhaal van megacaps geweest, waarbij de waardering van de grootste 10 aandelen in de S&P 500 is gedaald van 30x de verwachte winst aan het begin van het jaar naar 27x eind mei. Daarentegen is de waardering van de overige 490 aandelen in wezen onveranderd, op 20x de verwachte winst (zie **Figuur 13**).

De waarderingen buiten de VS zijn zeker redelijker in vergelijking met de S&P 500 - maar in vergelijking met hun eigen geschiedenis suggereren ze nu ook dat er een relatief hoge mate van optimisme is ingebakken. (zie **Figuur 14**). In Europa liggen de aandelenwaarderingen iets boven hun langetermijngemiddelde, op 16x de verwachte winst, en zijn ze hoger dan aan het begin van 2025. De Chinese waarderingen zijn ook gestegen ten opzichte van het begin van het jaar, ondanks de nog steeds zwakke groeivoorzichten.

Wat moeten beleggers doen tegen deze zeer onzekere achtergrond? Het belangrijkste is dat we nog steeds denken dat beleggers, in tegenstelling tot de afgelopen 10 tot 15 jaar, met goede regionale diversificatie betere risicogecorrigeerde rendementen kunnen verwachten dan met geconcentreerde Amerikaanse portefeuilles (zoals we hebben uiteengezet in onze Outlook 2025).

De rotatie van de Amerikaanse aandelenmarkt naar andere ontwikkelde markten is sneller verlopen dan we hadden verwacht, maar we zien nog steeds ruimte voor deze rotatie om door te gaan. Dit betekent dat beleggers kunnen profiteren van het herbalanceren van wereldwijde aandelenportefeuilles die nog steeds een aanzienlijke overweging in Amerikaanse aandelen hebben.

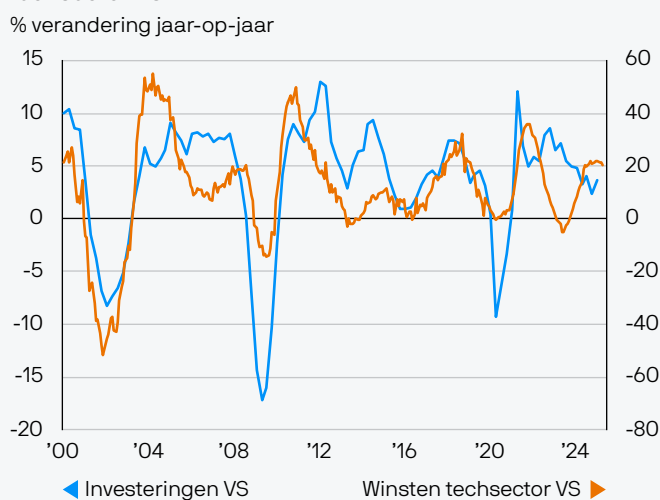
Figuur 11: Amerikaanse megacaps zullen naar verwachting nog steeds een sterkere winstgroei laten zien dan de rest van de Amerikaanse markt
Winstgroei S&P 500



Bronnen: FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Prognoses voor winstgroei zijn afgeleid van consensusgegevens van FactSet. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 12: Het risico voor de techsector is een aanzienlijke verlaging van de bedrijfsinvesteringen

Niet-residentiële kapitaalsinvesteringen en winstgroei techsector VS



Bronnen: BEA, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Kapitaalsinvesteringen zijn niet-residentiële particuliere investeringen in vaste activa, en de winsten van de techsector betreffen de 12-maands voortschrijdende winst per aandeel van de MSCI USA Technology. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 13: De Amerikaanse daling was vooral een megacap-verhaal

Verwachte K/W-ratio top 10 S&P 500 versus de rest

x, ratio

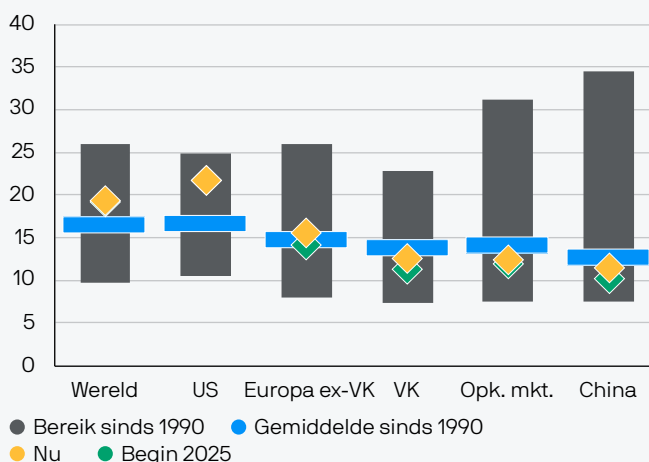


Bronnen: FactSet, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. De top 10-aandelen zijn gebaseerd op de 10 grootste indexonderdelen bij de start van elke maand.
Europa ex-VK, Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 14: Buiten de VS zijn de waarderingen dit jaar tot nu toe gestegen

Verwachte K/W-ratio's wereldwijd

x, ratio



Bronnen: FTSE, IBES, LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. MSCI-indices zijn gebruikt voor wereld, opkomende markten en China. VK is FTSE All-Share en VS is S&P 500. Winstgegevens zijn gebaseerd op schattingen voor de komende 12 maanden. Gegevens per 31 mei 2025.



Waarderingen zijn een slechte leidraad voor toekomstige rendementen op korte termijn, maar als de winstverwachtingen gaan dalen, merken we op dat de waarderingen in veel markten op dit moment hoog blijven.

Op regionaal niveau blijft onze overtuiging in Europese markten, inclusief het VK, sterker dan onze overtuiging in Japan. Dit weerspiegelt onze visie dat een sterkere yen waarschijnlijk is in meerdere macroscenari's, wat zou drukken op gerepatriceerde overzeese winsten en dus een tegenwind zou zijn voor de relatief internationaal georiënteerde Japanse aandelenmarkt. Tegelijkertijd lijken veel beleggers terughoudend om de positieve groei-impact te omarmen die wij verwachten van Europa's fiscale ommezwaai, zoals blijkt uit de nog steeds grote waarderingsskorting in veel Europese sectoren ten opzichte van hun Amerikaanse tegenhangers (zie **Figuur 15**).

De vooruitzichten voor opkomende markten ten opzichte van ontwikkelde markten lijken minder duidelijk. Een zwakkere Amerikaanse dollar zou opkomende markten op middellange termijn een duwtje in de rug moeten geven, maar de trage macrovooruitzichten in China temperen ons optimisme.

De sterkste reden voor posities in opkomende markten ligt in de noodzaak om de wereldwijde blootstelling aan technologie te diversifiëren, waarbij verdere 'DeepSeek Mondays' onmogelijk uit te sluiten zijn omdat de technologische innovatie in Azië in razend tempo doorgaat.

Inkomstengerichte strategieën zullen waarschijnlijk ook relatief defensief blijken. Bij krimpende winsten neemt de dividendgroei normaliter met ongeveer de helft van de winstdaling af, wat helpt om de totale rendementen te beschermen tegen koersdalingen (zie **Figuur 16**). Nu de uitkeringsratio's laag zijn en bedrijven hun investeringen terugschroeven, zouden beleggers kunnen verwachten dat het dividend in een vertragingsscenario nu nog veerkrachtiger is dan in het verleden gebruikelijk was.

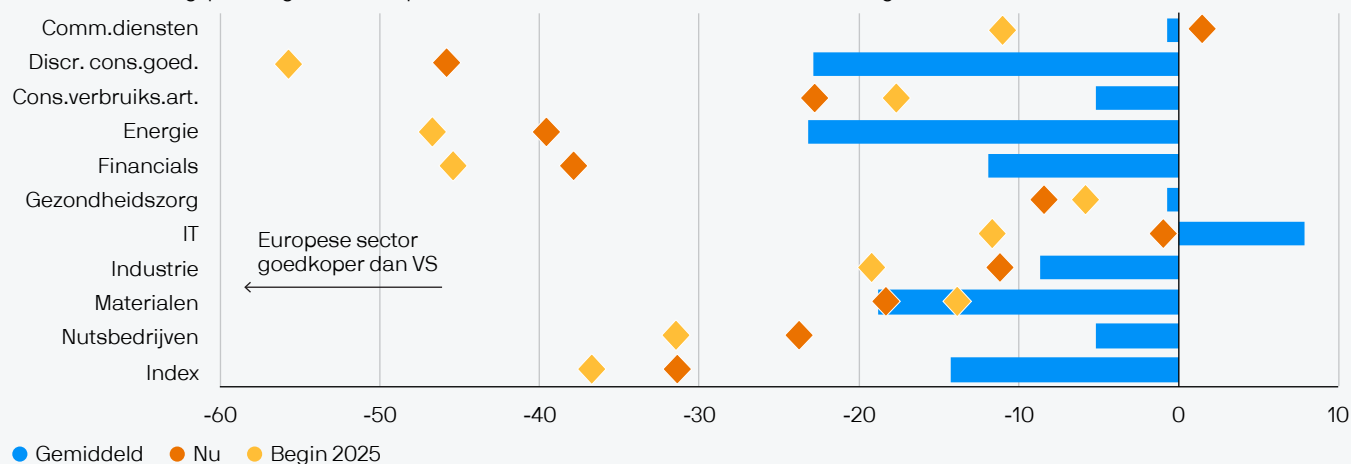
Over het geheel genomen lijkt het onwaarschijnlijk dat de achtbaanrit die de wereldwijde aandelenmarkten in de eerste vijf maanden van het jaar hebben doorgemaakt, op korte termijn tot stilstand komt, niet in de laatste plaats omdat de markten een cruciale rol zullen blijven spelen bij het sturen van politici in de richting van verstandiger, meer vriendelijke beleidsmaatregelen. De robuuste gezondheid van bedrijven biedt een soort van bescherming tegen grote neerwaartse risico's, maar de winstverwachtingen moeten waarschijnlijk nog verder worden gematigd, gezien de vertragende economische achtergrond.

De topprioriteit voor beleggers moet daarom zijn om ervoor te zorgen dat hun portefeuilles voldoende regionaal gediversifieerd zijn, waarbij inkomstengerichte strategieën fungeren als een ander middel ter wapening tegen verdere 'hobbels' in de markt.

Figuur 15: Veel Europese sectoren worden nog steeds verhandeld tegen abnormaal grote korting t.o.v. Amerikaanse tegenhangers

Relatieve waardering MSCI Europe versus VS

%, relatieve korting/premie gebaseerd op 12-maands voorwaartse koers-winstverhoudingen

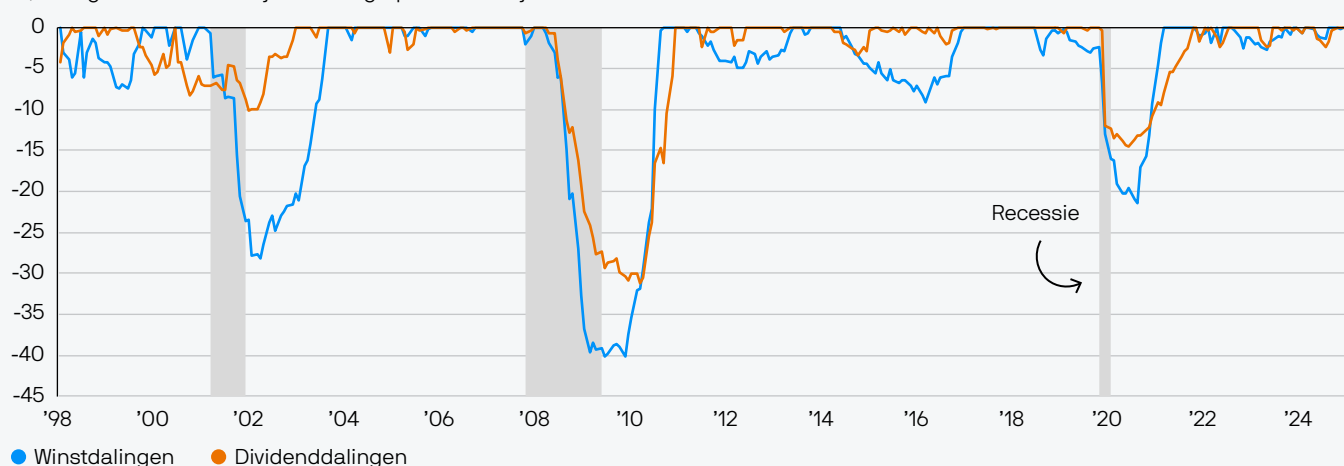


Bronnen: LSEG Datastream, MSCI, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. De grafiek toont de huidige procentuele korting van de index of sector op de 12-maands voorwaartse koers-winstverhouding ten opzichte van het equivalent voor de S&P 500, en het gemiddelde sinds 1995. Het gemiddelde voor communicatiediensten is berekend op basis van gegevens van 1995 tot en met 2000 en van 2005 tot nu, vanwege wijzigingen in de samenstelling van de sector. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 16: Dividenden houden doorgaans veel beter stand dan winsten

MSCI World: winst- en dividenddalingen

%, daling vanaf voortschrijdend hoogtepunt in twee jaar



Bronnen: IBES, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. Winsten en dividenden betreffen beide 12-maands voortschrijdend per aandeel. Recessieperiodes zijn gedefinieerd aan de hand van de data van de conjunctuurcycli van het Amerikaanse National Bureau of Economic Research (NBER). In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

Houd obligaties aan voor slecht weer, niet voor alle weertypes

De markten voor staatsobligaties zitten al enkele kwartalen gevangen tussen wisselende verhalen. Toen de angst voor een recessie op de voorgrond trad, daalden de obligatierentes omdat beleggers rekening hielden met een agressievere versoepeling van de centrale banken. Maar toen de focus van de markt verschoof van neerwaartse groeirisico's naar opwaartse inflatierisico's - misschien dankzij fiscale vrijgevigheid - keerde de richting van de obligatierente om. Het nettoresultaat van deze push- en pull-factoren was dat de rente op staatsobligaties de afgelopen twee jaar in de VS en het VK schommelde binnen een bandbreedte van 3,5%-5%, en tussen 2%-3% in de eurozone (zie **Figuur 17**). Dit is een volatielere episode dan misschien verwacht zou worden van onze eersteklas 'risicovrije' activa.

Vooruitkijkend verwachten we dat een deel van deze volatiliteit zal aanhouden, maar we denken nog steeds dat kernobligaties hun plaats verdienen als het gaat om het bieden van inkomsten en bescherming tegen neerwaartse risico's.

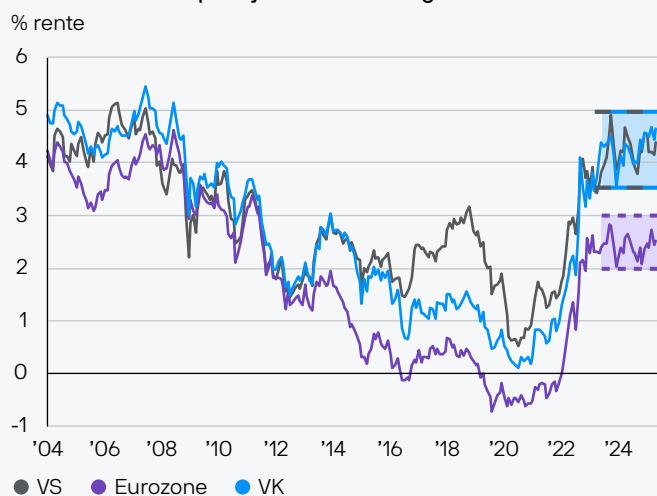
Bij het ter perse gaan van deze publicatie schuift de obligatierente op naar de bovenkant van de bandbreedte van 3,5%-5%, terwijl de markten nauwlettend kijken naar het begrotingspakket dat zich een weg baant door het Congres en de enigszins zorgwekkende vooruitzichten voor de ontwikkeling van de Amerikaanse staatsschuld. Of klanten obligaties moeten kopen in een wereld waarin regeringen zich niets lijken aan te trekken van schulden is een belangrijke vraag, die regelmatig in onze inbox belandt.

Het is een begrijpelijke vraag. In zijn huidige vorm zal de feitelijke impact van de Amerikaanse belastingwet naar verwachting ongeveer \$ 2,4 biljoen toevoegen aan de al omvangrijke \$ 21 biljoen die naar verwachting in de komende tien jaar zal worden geleend. Om een groter prijskaartje te voorkomen, bevat het wetsvoorstel bezuinigingen aan de achterkant en classificeert het veel van de belastingverlagingen als tijdelijk. De ervaring met de Tax Cuts and Jobs Act van 2017 doet twijfels rijzen over de vraag of deze tijdelijke belastingverlagingen later echt mogen aflopen, terwijl er ook twijfels zijn over de vraag of bezuinigingen op gebieden zoals Medicaid, die voor de komende jaren zijn gepland, politiek haalbaar zijn.

Wij denken echter dat het voor de rente op Amerikaanse 10-jaars Treasuries een uitdaging wordt om duurzaam door de 5% heen te breken zonder een aanzienlijke macro-economische verstoring te veroorzaken. Met hypotheekrentes in de VS die al bijna op het hoogste niveau sinds 2002 staan, verwachten we dat significant hogere obligatierentes zullen leiden tot krappere financiële voorwaarden, die op hun beurt de economie na verloop van tijd zouden afremmen (zie **Figuur 18**). Hogere rentes zouden ook kunnen leiden tot een scherpe daling van de aandelenkoersen, en gezien de nauwe relatie tussen het niveau van de S&P 500 en het consumentenvertrouwen zou de economische groei dus een nieuwe klap kunnen krijgen door zwakkere consumentenbestedingen.

Figuur 17: De rentes op westerse staatsobligaties bewegen zich al twee jaar binnen een bandbreedte

Nominale rente op 10-jaars staatsobligaties



Bronnen: LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025..

Figuur 18: De doorwerking naar de hypotheekrente en het effect op de economie zou de obligatierente moeten drukken

Amerikaanse 30-jaars vaste hypotheekrente



Bronnen: LSEG Datastream, Mortgage Bankers Association of America, J.P. Morgan Asset Management. Gegevens per 31 mei 2025.

Hoewel het misschien ongemakkelijk voelt, zou het onze suggestie zijn om een sterker accent te leggen op duration wanneer de 10-jaars rente op Amerikaanse staatsobligaties dichterbij 5% komt.

Ondanks de volatiliteit mogen we de neerwaartse bescherming die obligaties zullen bieden niet uit het oog verliezen als de aandacht weer verschuift naar het recessierisico. Een verzwakking van de arbeidsmarkt zou de meest waarschijnlijke katalysator zijn voor aanzienlijk lagere obligatierentes. De aanhoudende loonstijging in veel ontwikkelde markten is een belangrijke motor geweest achter de aanhoudende inflatie in de dienstensector in het post-pandemische tijdperk. Er is waarschijnlijk een materiële stijging van de werkloosheid nodig voordat centrale bankiers er meer vertrouwen in krijgen dat de opwaartse inflatierisico's worden overstemd door een zwakkere vraag.

Als dit neerwaartse groeiscenario uitkomt, is het belangrijk om te beseffen dat de Federal Reserve (en anderen) ruimte heeft om de rente agressiever te verlagen dan de markt inprijsst. Zelfs als de rente op obligaties met een langere looptijd minder zou dalen dan we in eerdere verlagingscycli hebben gezien, zouden deze obligaties in dit scenario waarschijnlijk nog steeds beter presteren dan equivalenten met een kortere looptijd op basis van totaal rendement.

Het vermogen van obligaties om te diversifiëren tegen een groeischok is dus volledig intact en blijft een van hun meest aantrekkelijke kenmerken in een multi-assetcontext (zie **Figuur 19**).

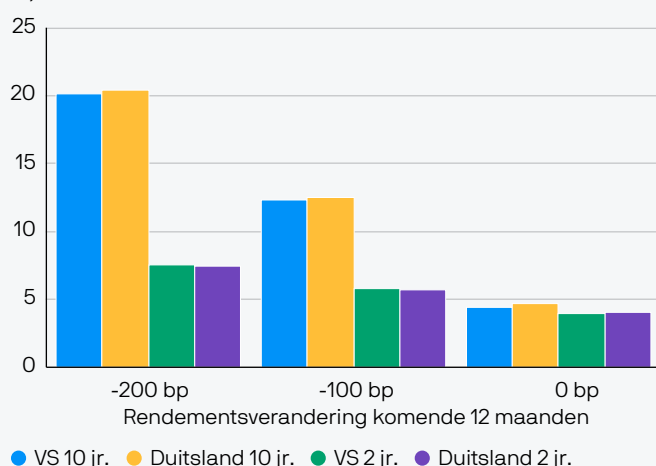
Hoewel we redenen zien om duration aantrekkelijk te vinden wanneer de Amerikaanse 10-jaarsrente in de buurt komt van 5%, denken wij dat er een lagere rente-ondergrens zou moeten zijn waaronder obligaties hun aantrekkelijkheid verliezen. Meer volatiele inflatie in een wereld van deglobalisering, een actiever fiscaal beleid en veranderingen in de structuur van de obligatiemarkt zijn allemaal redenen waarom de termijnpremie - de extra compensatie die beleggers vragen voor het risico van het aanhouden van obligaties met een langere looptijd - volgens ons veel hoger zou moeten zijn dan in het afgelopen decennium (zie **Figuur 20**). Er zijn ook vragen over de gewildheid van staatsobligaties als veilige haven, aangezien de correlatie tussen aandelen en obligaties niet langer betrouwbaar negatief is.

Het is onwaarschijnlijk dat staatsobligaties in andere regio's van de wereld volledig losgekoppeld zullen worden van Amerikaanse Treasuries, maar volgens ons zijn er obligatiemarkten buiten de VS waar de volatiliteit het komende jaar meer binnen de perken zou moeten blijven. Britse Gilts zijn het beste gepositioneerd, gezien de relatief zwakke groei en een Britse regering die door haar eigen begrotingsregels veel meer aan banden is gelegd. Veel wantrouwer zijn we over de vooruitzichten voor Japanse obligaties, waar een aanhoudende versnelling van de loongroei de inflatie boven de doelstelling heeft geduwd en de markten nog steeds weinig verkrapping van het monetaire beleid hebben ingeprijsd.

Figuur 19: Staatsobligaties bieden nog steeds diversificatievoordelen tegen een groeischok

Rendementsscenario's staatsobligaties

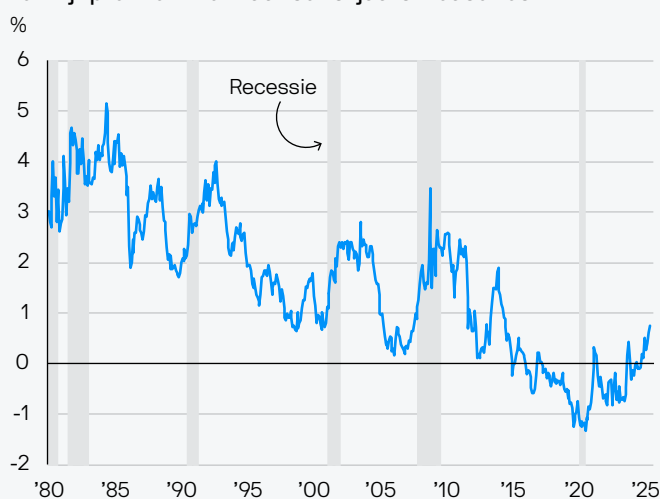
%, totaal rendement over 12 maanden



Bronnen: LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. De grafiek toont het berekende totale rendement dat wordt behaald door een bepaalde staatsobligatie te kopen tegen de huidige rente en deze over 12 maanden te verkopen bij verschillende renteveranderingen. Alleen voor illustratieve doeleinden. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 20: De termijnpremie is gestegen naar meer normale niveaus

Termijnpremie Amerikaanse 10-jaars Treasuries



Bronnen: Federal Reserve Bank van New York, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Termijnpremie is de extra compensatie die beleggers vragen voor het aanhouden van Treasuries met een langere looptijd ten opzichte van een doorlopende reeks Treasuries met een kortere looptijd. De grafiek toont de ACM-termijnpremie van de Federal Reserve Bank of New York. Recessieperiodes zijn gedefinieerd aan de hand van de data van de Amerikaanse conjunctuurcyclus van het National Bureau of Economic Research (NBER). In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

De staatsobligaties van de eurozone zitten in het midden van dit spectrum, waarbij de inflatie veel minder een probleem vormt voor de Europese Centrale Bank, maar het aanbod van obligaties waarschijnlijk zal toenemen om de nieuwe begrotingsuitgaven te financieren. Voor Europese beleggers wordt de keuze tussen Amerikaanse Treasuries en staatsobligaties in euro, waarschijnlijk meer beïnvloed door de overwegingen met betrekking tot valuta-afdekking.

Ervan uitgaande dat de rentes binnen een bandbreedte blijven, zullen inkomsten waarschijnlijk de belangrijkste bron van obligatierendementen zijn. Hierdoor ziet de extra rente die hoogwaardige bedrijfsobligaties bieden er aantrekkelijk uit, waarbij wanbetalingen en spreads waarschijnlijk binnen de perken zullen blijven, mits de bedrijfswinsten op peil blijven (zie **Figuur 21**). Na correctie voor veranderingen in de indexkwaliteit zijn de spreads van highyield-obligaties en investmentgrade-bedrijfsobligaties in de VS en Europa even krap.

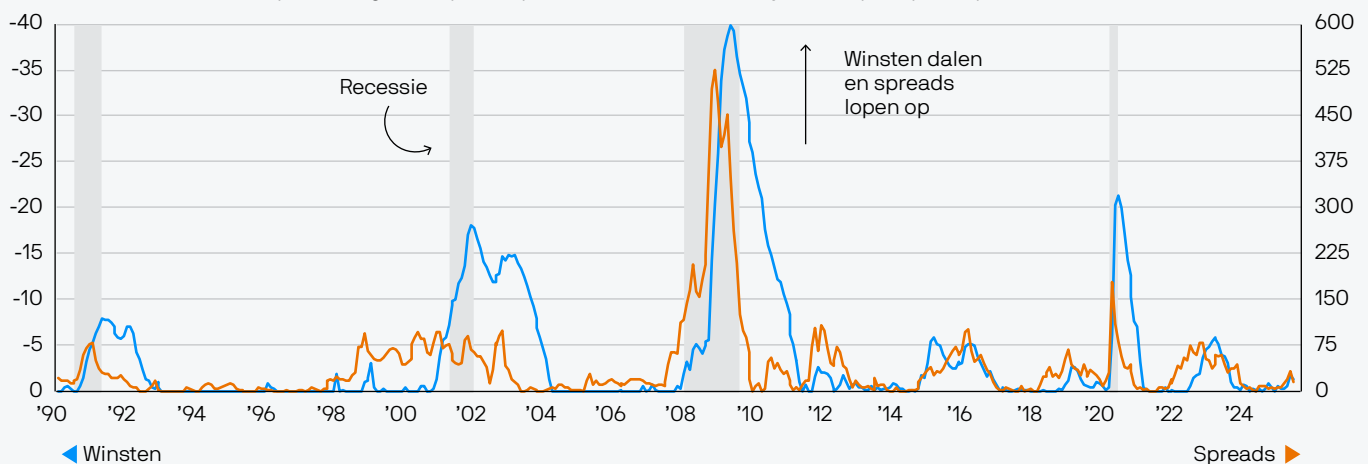


Ondanks deze volatiliteit moeten we de neerwaartse bescherming die obligaties zullen bieden niet uit het oog verliezen als de aandacht weer verschuift naar het recessierisico.

Figuur 21: Spreads van hoogwaardige bedrijfsobligaties waarschijnlijk gesteund, op voorwaarde dat winsten standhouden

Bedrijfswinsten VS en spreads investmentgrade-bedrijfsobligaties

% afname vanaf maximum (links, omgekeerd); basispunten, verschil met tweejaars kraptes (rechts)



Bronnen: Bloomberg, IBES, LSEG Datastream, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Winsten betreffen 12-maands voorwaartse winsten S&P 500, spreads betreffen Bloomberg US Aggregate - Corporate optie-aangepaste spreads. Recessieperiodes zijn gedefinieerd aan de hand van de data van de Amerikaanse conjunctuurcyclus van het National Bureau of Economic Research (NBER). In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

Gebruik alternatieve beleggingen voor alternatieve risico's

Tegenstrijdige macro-economische signalen rond vertragende groei en aanhoudende inflatie hebben de marktvolatiliteit in 2025 aangewakkerd. Verschuivingen in het tarieven- en fiscale beleid hebben deze onzekerheid nog vergroot. Als gevolg hiervan is de traditionele relatie tussen aandelen en obligaties minder betrouwbaar geworden, wat de behoefte aan alternatieve bronnen van portefeullediversificatie versterkt.

Een risico dat nauwlettend in de gaten moet worden gehouden is een hernieuwde inflatiegolf. Stijgende tarieven en handelsbarrières vormen een klassieke negatieve aanbodschock. Tegelijkertijd wordt het fiscale beleid expansiever. De begrotingswet van de Republieken is gericht op vroeggefaseerde stimulering, waarbij belastingverlagingen op de korte termijn worden gecompenseerd door bezuinigingen die grotendeels worden uitgesteld tot na het einde van de tweede termijn van president Trump. De potentiële wisselwerking tussen aanbodbeperkingen en hernieuwde fiscale stimulering vertoont ongemakkelijke gelijkenissen met de opflakking van de inflatie na de coronapandemie.

Dit roept een belangrijke vraag op: wat hebben we geleerd van de inflatieschok in 2022 en hoe moeten beleggers zich beschermen tegen dit staartrisiko?

De eerste les, die bijzonder ongemakkelijk was voor beleggers, was dat noch aandelen noch obligaties van inflatie houden en dat inflatieschokken dus traditionele diversificatie ondermijnen. Beleggers hadden in 2022 weinig effectieve afdekkingen in liquide traditionele beleggingscategorieën (zie **Figuur 22**).



Veel van de beste schuilplaatsen tijdens de inflatieschok van 2022 bevonden zich in reële kernactiva, zoals infrastructuur, transport en hout.

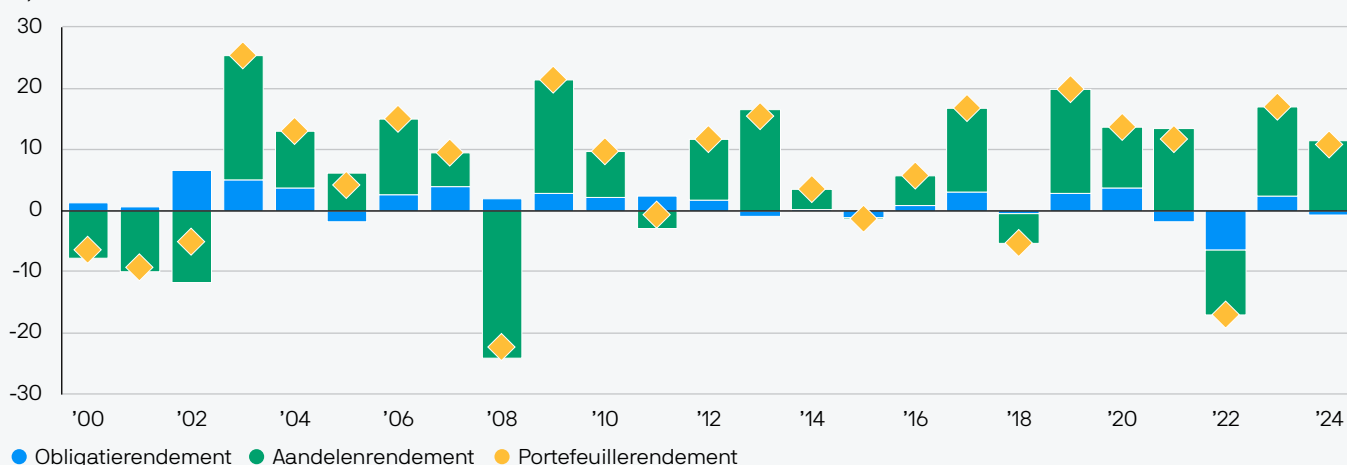
Onze tweede les was dat veel van de beste plekken om te schuilen in geval van inflatie in reële kernactiva zaten, zoals infrastructuur, transport en hout (zie **Figuur 23**). Reële kernactiva worden gedefinieerd door hun vermogen om stabiele, inkomstengerichte rendementen te genereren op basis van langetermijncontracten, regelgevende kaders en/of essentiële dienstverlening. Door hun beperkte gevoeligheid voor economische cycli en expliciete of impliciete inflatiekoppeling zijn ze bijzonder veerkrachtig in inflatoire perioden.

Op het gebied van kerninfrastructuur bijvoorbeeld profiteren gereguleerde nutsbedrijven en gecontracteerde hernieuwbare energiebronnen van inflatiegekoppelde inkomsten, mechanismen om kosten door te berekenen en vaak een gereguleerd rendement op eigen vermogen dat stijgt met de inflatie. Commerciële energiecentrales of greenfield-ontwikkelingen - gebruikelijk in meer opportunistische strategieën - hebben daarentegen geen contractueel vastgelegde inkomsten en dragen bouw- of marktrisico's, waardoor hun inflatiebescherming minder betrouwbaar is.

Figuur 22: De inflatieschok van 2022 zorgde voor scherpe dalingen van zowel aandelen- als obligatiekoersen

Jaarlijks rendement van een 60:40 aandelen/obligatieportefeuille

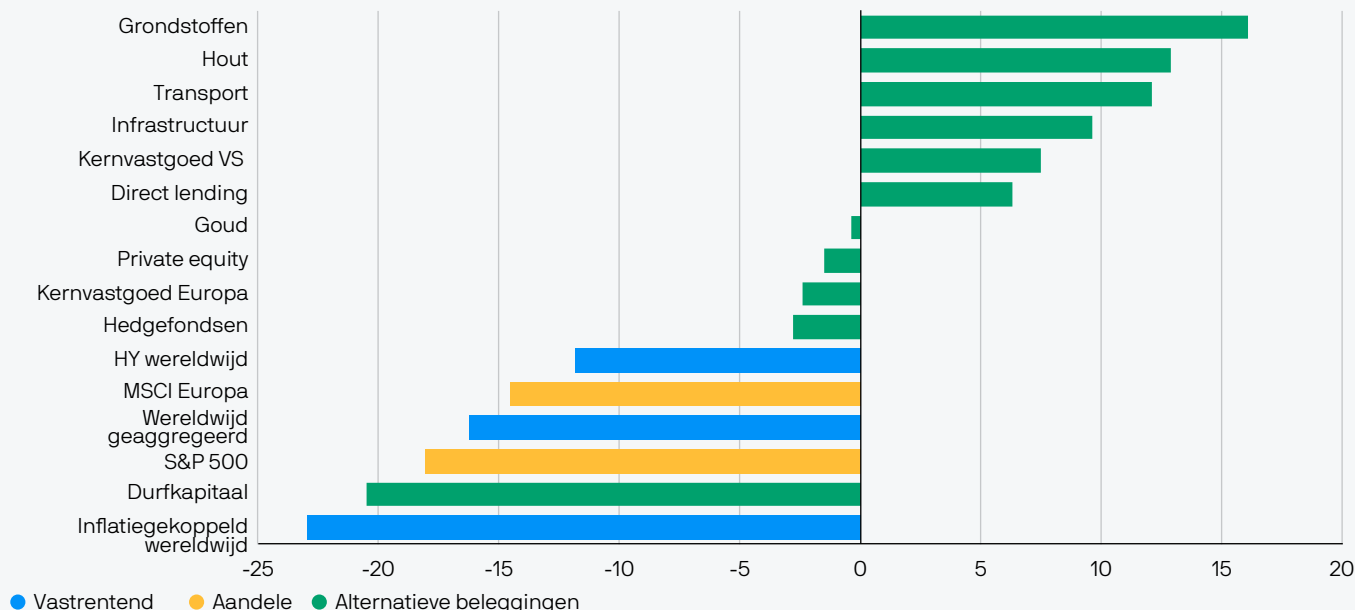
%, totaal rendement in USD



Bronnen: Bloomberg, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. De aandelenrendementen zijn berekend op basis van de MSCI World Index en de obligatierendementen op basis van de Bloomberg Global Aggregate Index. Alle getoonde rendementen zijn in USD. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 23: Alternatieve beleggingen hebben de volatiliteit van 2022 veel beter doorstaan dan aandelen of obligaties
Rendementen van geselecteerde publieke en private markten in 2022

%, totaal rendement in USD



Bronnen: Bloomberg, Burgiss, Cliffwater, FactSet, HRFI, ICE BofA, LSEG Datastream, MSCI, NCREIF, S&P Global, J.P. Morgan Asset Management. Wereldwijd geaggregeerd: Bloomberg Global Aggregate; Inflatiegekoppeld wereldwijd: Bloomberg Global Inflation-Linked; HY wereldwijd: ICE BofA Global High Yield; Hedgefondsen: HRFI Fund Weighted Composite; 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; Infrastructuur: MSCI Global Quarterly Infrastructure Asset Index (gelijkgewogen mix); Hout: NCREIF Timberland Total Return Index. Private equity en durfkapitaal zijn tijdgewogen rendementen van Burgiss. Transportrendementen zijn afgeleid van een index van J.P. Morgan Asset Management. In het verleden behaalde rendementen zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

In de transportsector hebben kernstrategieën meestal betrekking op schepen of vliegtuigen die op basis van langlopende overeenkomsten worden verhuurd aan tegenpartijen met hoge kredietwaardigheid, die voorspelbare, vaak voor inflatie gecorrigeerde kasstromen genereren. Deze regelingen verschuiven het operationele en marktrisico naar de huurder, waardoor beleggers minder worden blootgesteld aan de volatiliteit van spotmarkten. In contrast hiermee staan niet-kernstrategieën, waarbij het kan gaan om schepen die op korte termijn of op spotbasis geleased worden. Hierbij fluctueren de inkomsten samen met de scheepvaarttarieven, die erg gevoelig zijn voor handelscycli.

Bosbouw kan ook een sterke inflatiebescherming bieden, aangezien de hout- en grondprijzen historisch gezien normaliter samen met de inflatie stijgen. Beheerders kunnen het oogsten uitstellen tijdens zwakkere markten en verkopen wanneer de prijzen gunstiger zijn. Ondertussen, als de bomen blijven groeien, neemt het volume van het oogstbare hout toe, waardoor een natuurlijk samengestelde bron van rendement ontstaat.

Voor beleggers die geen toegang hebben tot reële kernactiva, kan goud dienen als een gedeeltelijke vervanging. Hoewel goud in 2021-2022 ondermaats presteerde ondanks de hoge inflatie, onderstreept de recentere ervaring de waarde ervan als afdekking tegen geopolitieke onzekerheid en vragen over de status van de Amerikaanse dollar op de lange termijn. In tegenstelling tot inkomstengenererende reële activa biedt goud geen opbrengsten, maar het fungeert vaak als waardeopslag in perioden van systemische stress.

We zien goud daarom als een aanvulling op andere reële kernactiva binnen een gediversifieerde portefeuille, die een andere, meer liquide vorm van bescherming biedt die bijzonder relevant is wanneer het vertrouwen in fiatvaluta's of wereldwijde instellingen wankelt. We moeten echter ook erkennen dat na een rally van 40% in de afgelopen 12 maanden, het erop lijkt dat veel van deze zorgen al zijn verwerkt in de goudprijzen.

Beleggers moeten ook overwegen om in te zetten op strategieën die van deze omstandigheden kunnen profiteren. Liquide alternatieve beleggingen - met name macro-hedgefondsstrategieën - zijn ontworpen om onafhankelijk van de marktrichting te presteren en hebben de neiging om te profiteren van verstoringen, renteversillen of toegenomen onvoorspelbaarheid van het beleid. Historisch gezien hebben deze strategieën de neiging om sterkere relatieve prestaties te leveren in vergelijkbare omstandigheden. Hoewel ze geen vervanging zijn voor structurele inflatieafdekkingen, kunnen liquide alternatieve beleggingen de totale portefeuillevolatiliteit helpen verminderen, dalingen beperken en de diversificatie verbeteren in een tijd waarin de traditionele correlaties tussen beleggingscategorieën instabieler zijn.

Deze lessen blijven relevant in het huidige klimaat en daarom vinden wij dat portefeuilles moeten worden samengesteld met tweezijdige risico's in gedachten. Kernobligaties blijven essentieel voor het afdekken van recessierisico's, terwijl reële kernactiva bescherming op lange termijn bieden tegen inflatie en dienen als tastbare waardeopslag in een omgeving van verhoogde macro-economische volatiliteit en toenemende zorgen over de stabiliteit van fiatvaluta's.

Tegelijkertijd kunnen liquide alternatieve beleggingen - met name hedgefondsstrategieën met een lage correlatie met traditionele activa - een extra diversificatielaag bieden en helpen om in te spelen op volatiliteit, dalingen beperken, en fungeren als ballast tijdens perioden van marktstress. Samen kunnen deze alternatieve instrumenten bijdragen aan het opbouwen van veerkrachtigere portefeuilles in een wereld waarin inflatie- en groeirisico's meer in evenwicht zijn dan in het vorige decennium.



Inflatie en beleidsonzekerheid leiden vaak tot aanhoudende perioden van marktvolatiliteit en dispersie tussen beleggingscategorieën. In het huidige klimaat zouden beleggers moeten overwegen om strategieën te gebruiken die van deze omstandigheden kunnen profiteren.

Let op valutablootstelling

Voor Europese beleggers is de kracht van de Amerikaanse dollar sinds 2010 een vrijwel constante rugwind geweest voor de prestaties van Amerikaanse activa. Bovenop de sterke rendementen van de beleggingen zelf, heeft de waardeinstijging van de Amerikaanse dollar 2,4% per jaar extra toegevoegd aan het rendement van Amerikaanse aandelen en obligaties voor beleggers in euro's en 1,9% per jaar voor beleggers in Britse ponden.

Dit jaar was echter anders. Het agressieve handels- en fiscale beleid van de nieuwe Amerikaanse regering heeft de dollar verzwakt, en die zwakte kan mogelijk nog langer duren.

Hedgen of niet hedgen?

Door de outperformance van Amerikaanse activa is de dollarblootstelling in veel portefeuilles aanzienlijk toegenomen. Het aandeel USD in een klassieke 60:40-portefeuille bestaande uit de MSCI ACWI en de Bloomberg Global Aggregate Bond Index is volgens gegevens van Bloomberg en MSCI gestegen van 41% begin 2011 naar 55% eind mei 2025.



Als het Amerikaanse beleid inflatoir en destabiliserend blijkt te zijn, zal de dollar in de toekomst waarschijnlijk zijn positieve diversificatie-effecten verliezen.

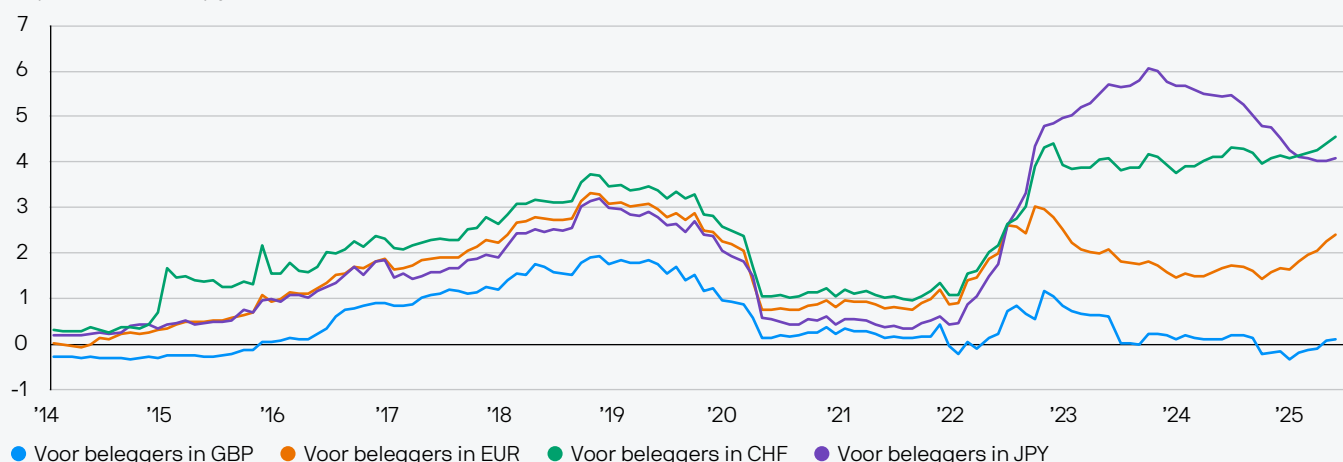
Vanuit het perspectief van portefeuillebeheer moeten beleggers meer aandacht besteden aan valutablootstelling in verschillende beleggingscategorieën. Ondanks de depreciatie van dit jaar is de Amerikaanse dollar fundamenteel nog steeds een erg dure valuta. Op basis van onze 2025 Long-Term Capital Market Assumptions (LTCMA) schatten we dat de Amerikaanse dollar nog steeds 13% boven zijn reële waarde staat ten opzichte van de euro en 10% ten opzichte van het Britse pond. De belangrijkste vraag voor beleggers is hoe ordelijk een daling van de dollar zou kunnen zijn.

In ons basisscenario van een Amerikaanse economie die vertraagt maar een recessie vermijdt, zou de dollar de komende jaren waarschijnlijk op een ordelijke manier in waarde dalen ten opzichte van de meeste vergelijkbare valuta. Hedgingstrategieën kunnen in dit scenario onaantrekkelijk lijken, gezien de relatief hoge hedgingkosten (zie **Figuur 24**). Kleine en ordelijke dalingen van de dollar rechtvaardigen misschien niet het betalen voor een dergelijke verzekering.

Figuur 24: Afdekkingskosten voor USD worden steeds hoger

Kosten voor het afdekken van een belegging in USD

%-punten, kosten op jaarbasis



Bronnen: Bloomberg, CME, ICE, J.P. Morgan Asset Management. Hedgingkosten zijn gebaseerd op verwachte opbrengsten voor de komende drie maanden in verschillende valuta's. Gegevens op 31 mei 2025.



Er zijn echter wanordelijke dollarscenario's die deze verzekering de moeite waard zouden maken. De belangrijkste risico's zijn een heropleving van de tarievenoorlog, fiscale vrijgevigheid en beleid dat de onafhankelijkheid van de Federal Reserve aantast of buitenlandse beleggers dwingt om superlanglopende obligaties te kopen met een korting op de rente (een zogenaamd 'Mar-a-Lago-akkoord' waarover in sommige kringen wordt gesproken).

Carry trade stukt door stijgende hedgingkosten

Aan de vastrentende kant heeft de carry trade in USD aan aantrekkingskracht ingeboet. Nu de rente in veel landen is gestegen, is er niet langer sprake van een rentevoordeel op Amerikaanse Treasuries op een valuta-gedekte basis (zie **Figuur 25**). Internationale beleggers kunnen daarom alleen profiteren van relatief hoge Amerikaanse nominale rentes als ze bereid zijn om valutarisico's te nemen. De verslechterende fundamentals van de Amerikaanse dollar maken deze optie nu steeds onaantrekkelijker.

De normalisering van de rente in Japan is een belangrijk onderdeel van het verhaal en Europese beleggers moeten zich vooral bewust zijn van de risico's om verstrikt te raken in de kapitaalstromen tussen de VS en Japan. Japanse beleggers bezitten meer dan \$ 1,1 biljoen aan Treasury-effecten en zijn momenteel de grootste buitenlandse houder van Amerikaanse staatsobligaties. Omdat de Japanse feitelijke inflatie hardnekkig boven de 3% blijft, wordt verwacht dat de Bank of Japan het beleid in de toekomst zal verkrappen en dat de langetermijnrentes op Japanse staatsobligaties (JGB's) hun hoogste stand ooit hebben bereikt.

Japanse beleggers die wanhopig op zoek waren naar inkomsten in de decennia van deflatie en lage rentes, hebben nu minder reden om naar het buitenland te gaan om inkomsten te genereren. De wereldwijde carry trade, gevoed door goedkope yen-financiering, hapert. Vanuit Europees perspectief lijkt een groter belang in binnenlandse obligaties vanuit risico-rendementsperspectief gerechtvaardigd, nu de tegenwind van de dollar toeneemt.

Een mogelijke tegenwind voor de totale rendementen op aandelen

Sinds het einde van Bretton Woods ging een sterke Amerikaanse dollar meestal gepaard met een outperformance van Amerikaanse aandelen ten opzichte van de rest van de wereld (zie **Figuur 26**). In perioden van een zwakke dollar was het tegenovergestelde het geval.

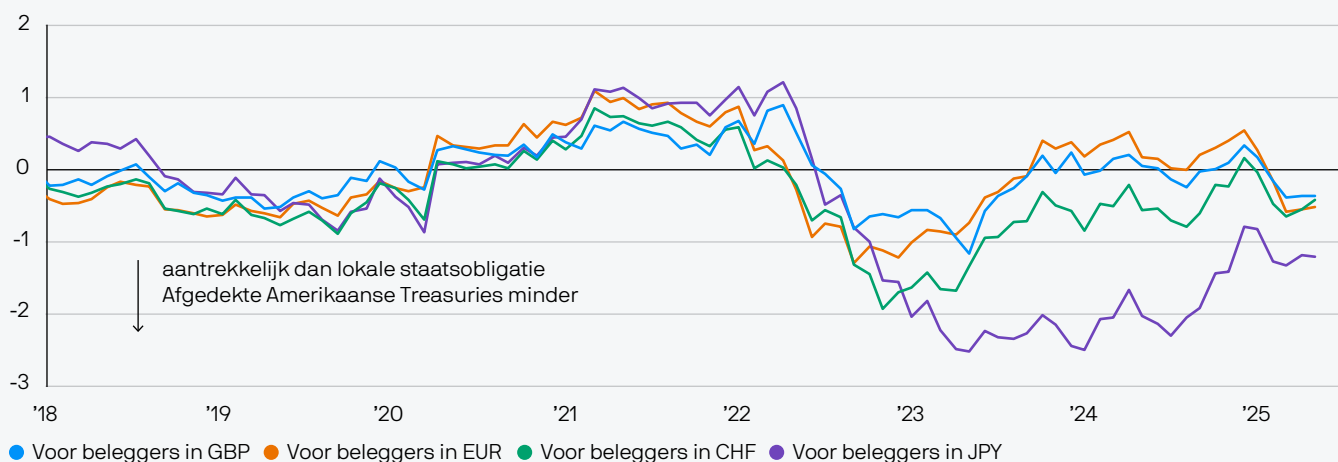
Dit voelt logisch aan, omdat de aantrekkelijkheid van aandelenrendementen wereldwijd kapitaal aantrekt en bewegingen in de dollar aanstuurt.

De vooruitzichten voor Amerikaanse winstgroei blijven aantrekkelijk, maar sterk afhankelijk van zowel de economische veerkracht in een periode van verhoogde onzekerheid, als de toekomstige prestaties van de techsector. Aan de andere kant biedt de verschuiving naar een actiever fiscaal beleid in Europa de belofte van betere groei en rendementen in de komende jaren, wat een deel van de portefeuillestromen terug over de Atlantische Oceaan zou kunnen leiden naar Europa.

Figuur 25: Afdgedekte Amerikaanse staatsobligaties bieden weinig tot negatieve rendementstoename

Rendementstoename van afdgedekte Amerikaanse 10-jarige staatsobligatie

% punten, rendement boven lokale staatsobligatie

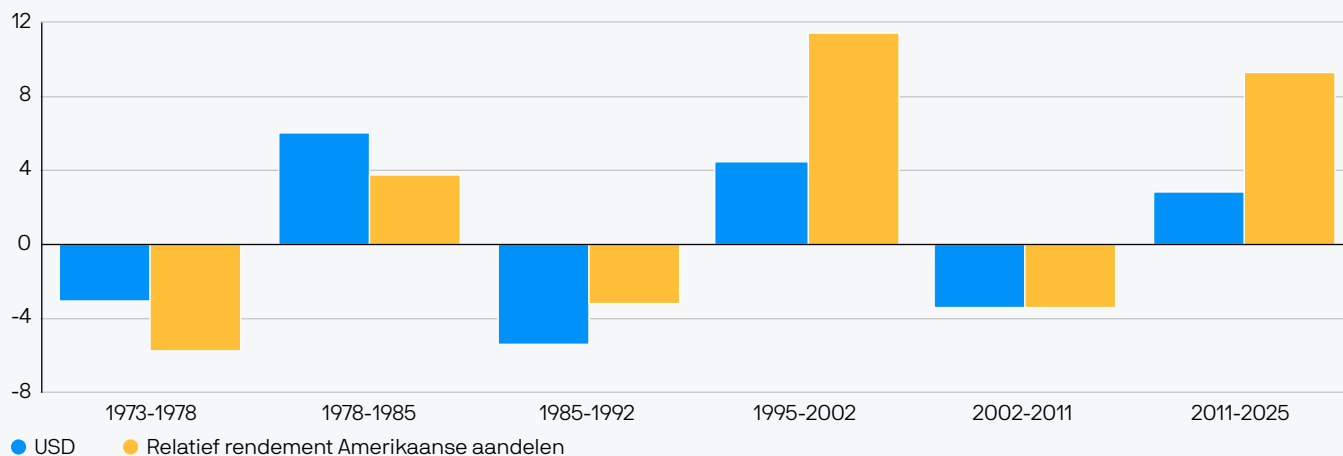


Bron: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management. De grafiek toont het verschil tussen het afdgedekte rendement van de 10-jarige Amerikaanse staatsobligatie en het rendement van de lokale 10-jarige staatsobligatie. Het EUR-rendement is Duitsland. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

Figuur 26: Underperformance van Amerikaanse aandelen gaat meestal gepaard met een zwakke dollar

Bull/bear-cycli USD en relatief rendement Amerikaanse aandelen

% , geannualiseerde verandering over periode



Bronnen: J.P. Morgan Securities Research, LSEG Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management. USD-cycli zijn gebaseerd op brede reële effectieve wisselkoers. Relatief rendement Amerikaanse aandelen is procentuele verandering van MSCI USA ten opzichte van MSCI World ex-US. In het verleden behaalde rendementen vormen geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 31 mei 2025.

Beleggers moeten zich daarom bewust zijn van niet-afgedekte posities en hoe valutabewegingen de relatieve underperformance kunnen verergeren als de Amerikaanse aandelenmarkt hapert. De eerste vijf maanden van 2025 herinneren ons eraan dat deze schommelingen op korte termijn aanzienlijk kunnen zijn. In lokale valuta steeg de S&P 500 tot eind mei met 1%, terwijl de index voor ongedekte beleggers in EUR en GBP met respectievelijk 8% en 6% daalde.

In onze 2025 Long-Term Capital Market Assumptions wordt de reële waarde voor de USD ten opzichte van EUR (GBP) geschat op 1,29 (1,48) in 2037. Dit impliceert een depreciatie van de USD met 1,1% (0,8%) per jaar. Gezien de verwachting van convergerende kortetermijnrendementen tussen valutaparen in de komende jaren, lijkt strategisch afdekken steeds aantrekkelijker op de lange termijn. Op de korte termijn vormen de huidige afdekkingskosten een belangrijke handicap, maar het toevoegen van aandelenstrategieën met dollarafdekking kan enige bescherming bieden tegen verkeerd beleid en wanordelijke depreciatie.

De premie van de dollar als veilige haven is misschien niet meer wat hij was

In het afgelopen decennium waren beleggers misschien bereid om een grotere dollarpositie aan te houden voor de extra bescherming die de dollar hen bood in tijden van marktvolatiliteit. Sinds het hoogtepunt van de wereldwijde financiële crisis is de voortschrijdende tweejaarscorrelatie van de greenback met de prestaties van de S&P 500 bijna continu negatief geweest. Dit betekende dat blootstelling aan de Amerikaanse dollar een deel van het aandelenrisico kon compenseren. Dit was vooral duidelijk bij crises buiten de VS, zoals de staatsschuldencrisis in de eurozone en het uitbreken van de oorlog tegen Oekraïne.

Die status van veilige haven lijkt echter niet langer zo solide. De correlatie tussen de Amerikaanse dollar en de aandelenmarkt neemt al zes maanden sterk toe. Als het Amerikaanse beleid inflatoir en destabiliserend blijkt te zijn, zal de dollar zijn positieve diversificatie-effecten waarschijnlijk verliezen.

Aandacht voor de juiste balans van het valutarisico in een portefeuille is cruciaal voor toekomstig beleggingssucces.

De toevoeging van valuta-afdekkingsstrategieën en een valuta-overlay, evenals brede internationale spreiding, kunnen de risico's van zowel ordelijke als wanordelijke dalingen van de dollar beperken.

Scenario's en risico's wereldwijde markten

Volgens ons macro-basisscenario voor de komende 12 tot 18 maanden zal de wereldeconomie vertragen naarmate de Amerikaanse handelstarieven en de beleidsonzekerheid wegen op de economische activiteit in binnen- en buitenland.

Er is echter een hoge mate van onzekerheid over de impact van het Amerikaanse beleid en hoe andere landen zullen reageren. Goed gespreide portefeuilles zijn daarom essentieel om bescherming te bieden tegen zowel het risico dat de inflatie weer de kop opsteekt en de obligatierente sterk doet stijgen, als het risico dat de economie in een recessie terechtkomt.

Basisscenario: De wereldeconomie vertraagt

Macro: De Amerikaanse tarieven en de onzekerheid over het beleid wegen op de wereldeconomie. Een vertraging is meer uitgesproken in de VS dan in andere regio's. In Europa ondersteunen aanzienlijke fiscale steun en lagere rentes de binnenlandse vraag, wat beschermt tegen buitenlandse tegenwind. In China blijft de groei traag omdat de spanningen met de VS hoog blijven en de toegang tot andere exportmarkten beperkt is.

Markten: Regionale aandelendiversificatie en inkomstenstrategieën zijn essentieel. Europese aandelen doen het beter dan Amerikaanse aandelen. Kernobligaties handelen binnen recente bandbreedtes, waarbij Britse Gilts een outperformance laten zien. De Amerikaanse dollar daalt op een ordelijke manier ten opzichte van een breed valutamandje.

Neerwaarts risico: Inflatie stijgt weer

Macro: Het tarievenbeleid laat de Amerikaanse inflatie weer aanzienlijk stijgen, doordat de verhoogde inflatieverwachtingen van huishoudens leiden tot een verankering van de prijsdruk. Belastingverlagingen en immigratiebeperkingen verergeren het inflatieprobleem. Ondanks de zwakke groei verhindert de hardnekkige inflatie dat centrale banken hun beleid versoepelen.

Markten: Een negatief klimaat voor aandelen, waarbij rentegevoelige sectoren het hardst worden getroffen. Stijgende rentes op kernobligatierentes leiden tot verliezen omdat de correlaties tussen aandelen en obligaties positief blijven. Vastgoed en bepaalde grondstoffen fungeren als een cruciale afdekking tegen inflatie.

Neerwaarts risico: Diepe recessie

Macro: De Amerikaanse economie valt om doordat bedrijven - die pessimistisch zijn over de vooruitzichten - overgaan van het niet aannemen van werknemers naar het actief ontslaan van werknemers, wat een vicieuze economische cirkel in gang zet. De zwakte van de VS vormt een rem op de activiteit in andere regio's, waarbij fiscale en monetaire steun de externe tegenwind niet kan compenseren. Verhoogde geopolitieke spanningen verergeren de groeiverzwakking.

Markten: De negatieve correlatie tussen aandelen en obligaties keert terug. Aandelen worden getroffen door aanzienlijke winstverlagingen, maar dit klimaat is zeer positief voor kwaliteitsvolle obligaties, met een aanzienlijke kapitaalgroei doordat centrale banken de rente veel sterker verlagen dan ingeprijsd door de markten.

Opwaarts risico: Goudlokje

Macro: De groei versnelt dankzij grote fiscale stimuleringsmaatregelen en een door kunstmatige intelligentie veroorzaakte productiviteitsgroei. De handelsspanningen nemen af doordat er nieuwe handelsovereenkomsten worden gesloten en de geopolitieke spanningen afnemen. De stijgende productiviteit houdt de inflatie onder controle ondanks een krappe arbeidsmarkt en fiscale stimulering, waardoor centrale banken de rente geleidelijk kunnen verlagen richting neutraal, ondanks de nog steeds solide groei.

Markten: Een zeer positief klimaat voor aandelen wereldwijd, vooral in opkomende markten. Ook obligaties laten sterke rendementen zien, doordat de rente daalt en de spreads van bedrijfsobligaties verkrappen tot nieuwe recordniveaus.

Auteurs



Karen Ward
Chief Market Strategist EMEA



Tilmann Galler
Global Market Strategist



Maria Paola Toschi
Global Market Strategist



Hugh Gimber
Global Market Strategist



Aaron Hussein
Global Market Strategist



Max McKechnie
Global Market Strategist



Natasha May
Global Market Analyst



Zara Nokes
Global Market Analyst

Het Market Insights-programma biedt uitgebreide gegevens en commentaren over de wereldwijde markten, zonder te verwijzen naar producten. Het programma 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, kredietgebied en boekhoudkundig gebied, 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 over te gaan tot een belegging. Alle genoemde voorspellingen, cijfers, opinies of beleggingstechnieken en -strategieën zijn uitsluitend ter informatie, en zijn gebaseerd op bepaalde aannames en huidige marktomstandigheden. Ze kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Beleggen gaat gepaard met risico's, de waarde van beleggingen en de inkomsten daaruit kunnen fluctueren al naar gelang de marktomstandigheden en fiscale regels, en de mogelijkheid bestaat dat beleggers niet het volledige bedrag van hun oorspronkelijke belegging terugkrijgen. Rendementen en inkomsten 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. Voor zover toegestaan door de van toepassing zijnde wetgeving, kunnen we telefoongesprekken opnemen en kan elektronische communicatie worden gemonitord om te voldoen aan onze verplichtingen op grond van wet- en regelgeving en ons interne beleid. Persoonlijke gegevens worden verzameld, opgeslagen en verwerkt door J.P. Morgan Asset Management, in overeenstemming met ons EMEA-privacybeleid (zie www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy). Dit document is uitgegeven in Europa (exclusief het VK) door JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l., 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg, R.C.S. Luxemburg B27900, maatschappelijk kapitaal EUR 10.000.000.

Copyright 2025 JPMorgan Chase & Co. Alle rechten voorbehouden.

Bron beelden: Shutterstock

LV-JPM56496 | 06/25 | NL_DU/BE_DU | 5a80613c-42d7-11f0-8c9b-e1eef1c2ce7c