

# Kwartaalperspectieven

EUROPA | 2e kwartaal 2016

J.P. Morgan Asset Management heeft het genoegen u de nieuwste editie van *Kwartaalperspectieven* aan te bieden. Dit stuk gaat dieper in op kernthema's uit onze *Guide to the Markets* met actuele economische en beleggersinzichten.

## DE THEMA'S VAN DIT KWARTAAL

- 1 Markten komen van Mars, economieën komen van Venus
- 2 Opkomende markten op de radar?
- 3 Beleggen in een klimaat van lage rente en hoge volatiliteit
- 4 Onderzoek naar de gevolgen van de negatieve rente voor Europa



## STRATEGEN

**Stephanie Flanders**  
Managing Director  
Chief Market Strategist voor het VK & Europa

**Vincent Juvyns**  
Executive Director  
Global Market Strategist

**Dr. David Stubbs**  
Executive Director  
Global Market Strategist

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

**Michael Bell, CFA**  
Vice President  
Global Market Strategist

**Alex Dryden**  
Market Analyst

**Nandini Ramakrishnan**  
Market Analyst

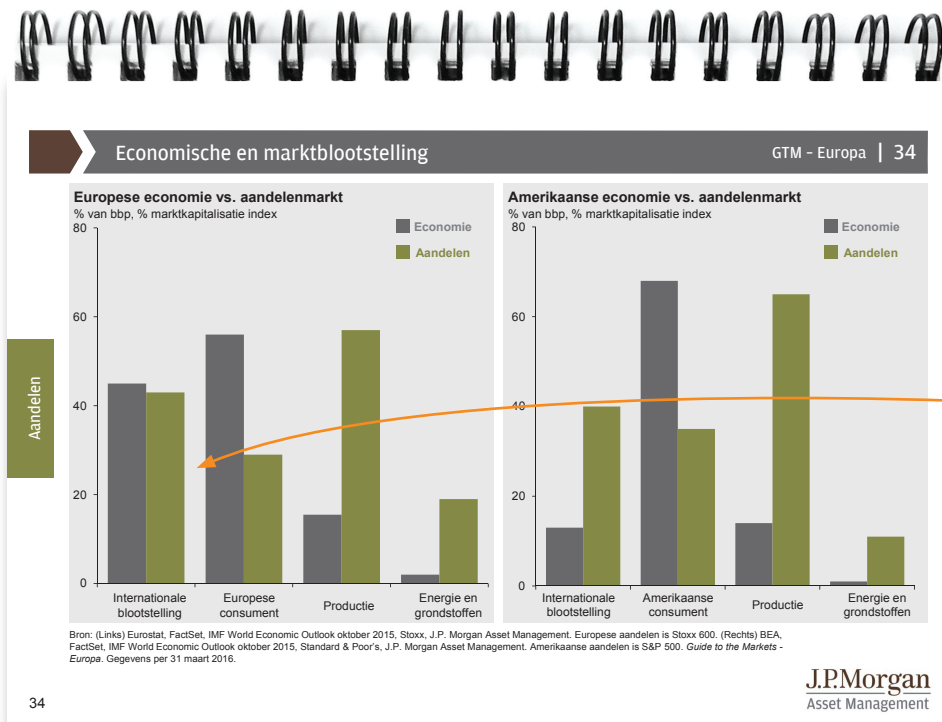
## 1 Markten komen van Mars, economieën komen van Venus

### Wereldwijde economische blootstelling

- Onderstaande grafiek toont de mate waarin internationale vraag, consumptie en productie invloed hebben op regionale economieën en aandelenmarkten. Daaruit blijkt duidelijk dat de grote regionale aandelenmarkten in zowel de Verenigde Staten als Europa veel afhankelijker zijn van de grondstof- en de productiesector dan de binnenlandse economieën.
- Aangezien energie- en mijnbouwbedrijven goed zijn voor 19% van de bedrijfswinsten in Europa en voor 11% in de Verenigde Staten, is het geen verrassing dat de aandelenmarkten duidelijk hebben geleden onder de dalende grondstofprijzen.
- De Amerikaanse en Europese aandelenmarkten zijn niet alleen blootgesteld aan negatieve economische ontwikkelingen, ze ondervinden ook relatief weinig voordelen van positieve factoren. In beide regio's heeft een gezonde vraag van de consument de afgelopen jaren bijgedragen aan de economische groei. De aandelenmarkten in de beide regio's hebben echter een relatief klein deel van hun winst te danken aan de binnenlandse consument, wat betekent dat aandelen niet volledig profiteren van de aantrekkende consumptie.

### OVERZICHT

- In 2015 kende de wereldeconomie een groei van 3,1%, en toch staat de MSCI AC World Index 3% lager dan aan het begin van 2015.
- De laatste jaren raakten de prestaties van de aandelenmarkten steeds meer losgekoppeld van de ontwikkelingen in de wereldeconomie.
- Beleggers dienen zich bewust te zijn van de gevolgen van deze loskoppeling, aangezien de aandelenmarkten geen afspiegeling meer zijn van de fundamentals van de economische groei.



Europese markten en de economie hebben een verschillende blootstelling aan vele factoren, maar de internationale blootstelling is wel vergelijkbaar. Dit verklaart waarom zowel de economie als aandelen het afgelopen jaar hebben geprofiteerd van de positieve effecten van een zwakkere munt.

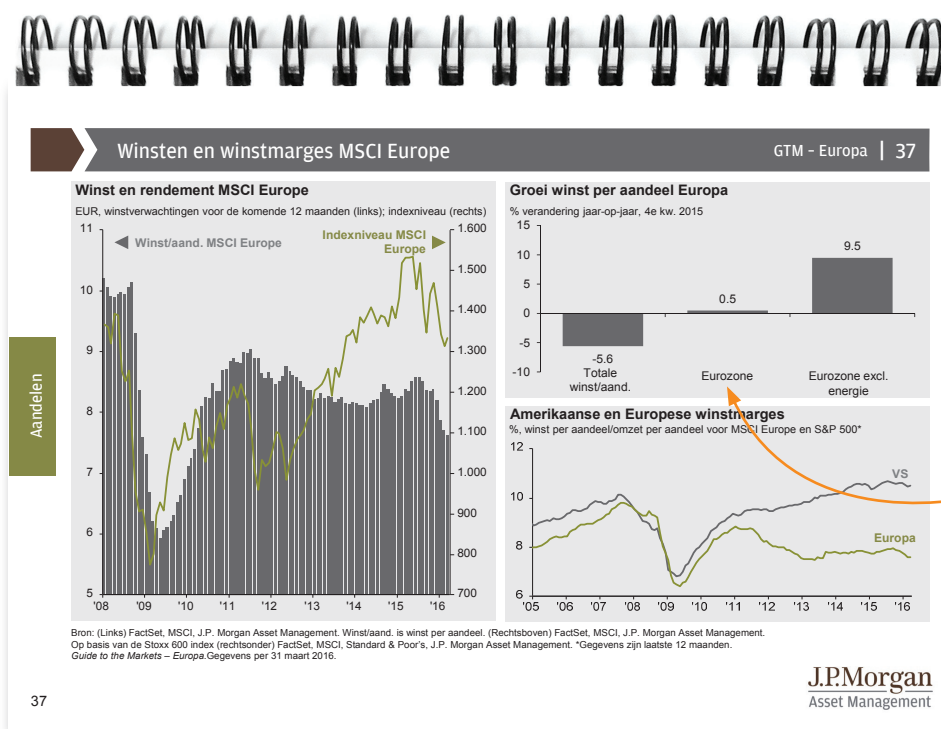
Bron: Guide to the Markets - Europe, pagina 34

## De ont koppeling tussen de economie en de markt

- Deze ont koppeling tussen economieën en markten in een beleggingsportefeuille kan alleen succesvol worden beheerd als de belegger profiteert wanneer factoren verbetering laten zien en hij beschermd wordt tegen de schade die minder presterende delen van de economie kunnen aanrichten.
- De bedrijfswinsten in Europa hebben de afgelopen twee jaar onder druk gestaan; dit gold echter niet over de gehele linie. De zwakke winstontwikkeling was voor een groot deel het gevolg van de daling van de olieprijs. Zoals gezegd, had de tegenwind weinig invloed op de Europese economie als geheel, maar er was wel een negatieve invloed op de winstgroei.
- Intussen hebben Europese bedrijven die voor hun resultaten slechts in beperkte mate afhankelijk zijn van de dollarkoers, maar des te meer van de binnenlandse economie, hun winsten in 2015 met dubbele cijfers zien stijgen. Actief beheer kan een bijdrage leveren aan de bescherming van een portefeuille tegen negatieve factoren en beleggers zodanig positioneren dat zij van gunstige ontwikkelingen profiteren.

## BELEGGINGSGEVOLGEN

- Beleggers dienen zich te realiseren dat een verbetering van het economische beeld zich niet noodzakelijkerwijs vertaalt in hogere aandelenkoersen. Aandelenmarkten reageren sterk op negatieve economische factoren zoals een stijgende Amerikaanse dollar, dalende grondstofprijzen en tragere productiegroei, maar minder sterk wanneer factoren verbetering laten zien, zoals aantrekkende consumentenbestedingen.
- Om met deze ont koppeling om te gaan, moeten beleggers overwegen over te stappen op een actievere vorm van beheer. Zo kunnen zij zich onttrekken aan sectoren van de economie die minder presteren en zich meer richten op sectoren die tekenen van verbetering vertonen.



Gecorrigeerd voor het effect van de dalende olieprijs, blijft de winst van Europese ondernemingen groeien.

Bron: *Guide to the Markets - Europe*, pagina 37

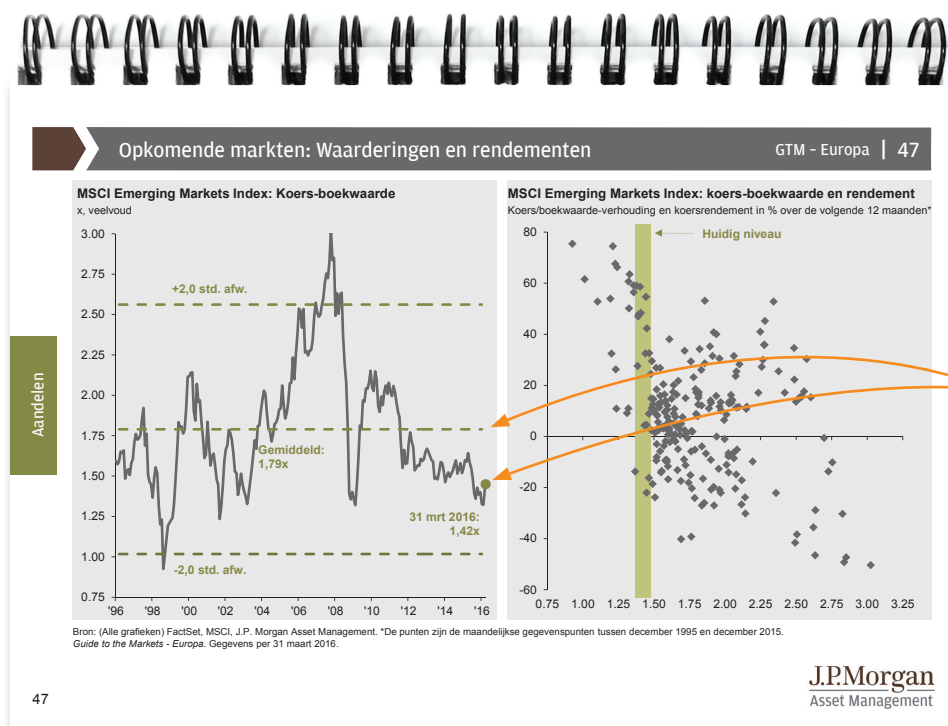
## 2 Opkomende markten op de radar?

### Waarderingen zijn aantrekkelijk

- We stellen niet zonder meer dat de bodem voor aandelen op de opkomende markten al is bereikt, maar wij denken wel dat de markt enkele interessante mogelijkheden biedt die rendement kunnen opleveren. Nu de waarderingen zich op een historisch dieptepunt bevinden en de valuta's van veel opkomende landen sterk zijn gedaald, hebben wij deze beleggingscategorie weer op de radar.
- De verhouding tussen de koersen en de boekwaarde (price-to-book ratio, P/B) in de MSCI EM bedraagt nu 1,4x, een van de laagste niveaus sinds 2009. Voor de opkomende markten kiezen wij voor de P/B in plaats van de koers-winstverhouding, aangezien de P/B een tastbare waardering geeft op basis van de balans van een onderneming. Binnen de index lopen de P/B-waarderingen sterk uiteen, met India op 3,1x, Indonesië op 3,0x, Brazilië op 1,3x en het goedkoopst is Rusland met 0,7x.
- De grafiek rechts toont het koersrendement van de MSCI EM over de komende twaalf maanden voor elk maandelijks P/B-niveau gedurende de afgelopen twintig jaar. Bij het huidige P/B-niveau van 1,42x heeft de index overwegend winst geboekt in de komende twaalf maanden.

### OVERZICHT

- De opkomende markten hadden het de afgelopen kwartalen erg moeilijk. Beleggers werden afgeschrikt door een combinatie van ongunstige omstandigheden: het begin van renteverhogingen door de Amerikaanse Federal Reserve, het veranderende groeipatroon in China, dalende grondstofprijzen en politieke instabiliteit in enkele van de grotere economieën, waaronder Brazilië, Turkije en Rusland.
- Het is dan ook geen verrassing dat de MSCI Emerging Markets Index sinds begin 2015 12,5% heeft verloren, vergeleken met een daling van 3,6% voor de MSCI World (DM) index.
- Hoewel deze problemen feitelijk nog niet verdwenen zijn, geven de huidige aandelenkoersen in de opkomende markten aanleiding tot een heroverweging van deze beleggingscategorie.



De huidige P/B-ratio voor de opkomende markten is 1,2 x de standaarddeviatie beneden het langjarige gemiddelde.

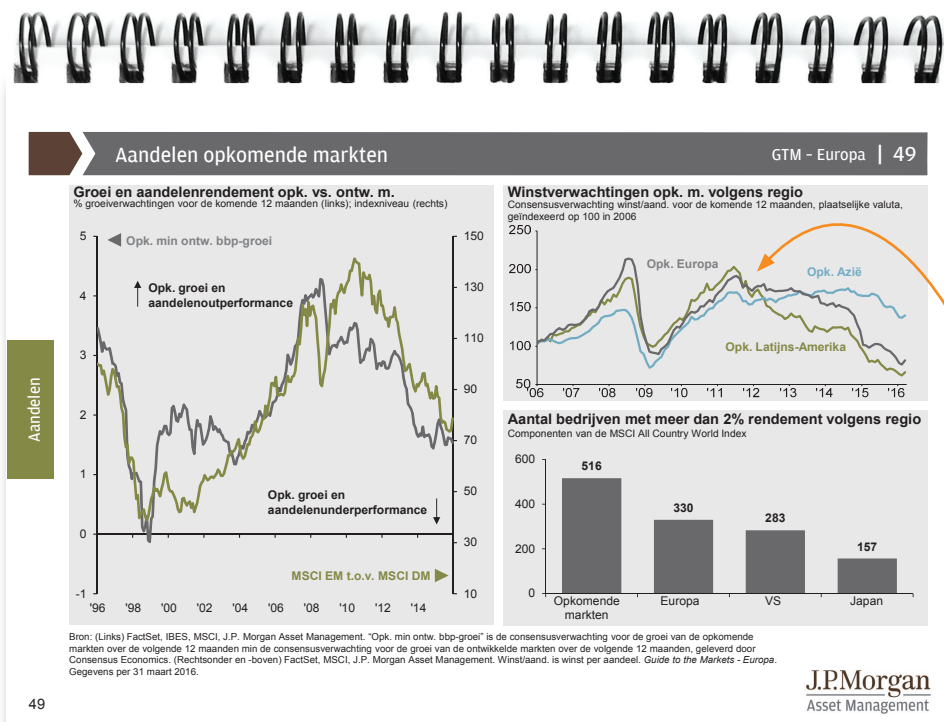
Bron: *Guide to the Markets - Europe*, pagina 47

## Factoren die de prestaties bepalen

- Het relatief sterk presteren van aandelen in opkomende markten liep in het verleden altijd parallel aan de groeiverwachtingen voor het BNP in die landen. De grijze lijn in de grafiek links hieronder is de afwijking in de groei tussen opkomende en ontwikkelde markten voor de komende twaalf maanden. Gezien de daling in de groeiverwachtingen voor de opkomende landen en de relatieve stabiliteit in de groeiverwachting voor de ontwikkelde markten heeft de aandelenindex voor de opkomende landen de afgelopen twee jaar het slechter gedaan dan die voor de ontwikkelde markten.
- De belangrijkste aanjager voor een eventueel herstel van de aandelenkoersen op de opkomende markten zou een stijging van de winstverwachtingen zijn. Bij ondernemingen in Latijns Amerika zijn de winstverwachtingen sinds 2011 gedaald, terwijl de opkomende landen in Europa (vooral Rusland, kijkend naar de marktkapitalisatie) de winstverwachtingen konden vasthouden tot de olieprijsdaling medio 2014. De winstverwachtingen voor de opkomende landen in Azië zijn over een breed front positief gebleven sinds de financiële crisis, maar de afnemende groei in China heeft de prognoses de afgelopen kwartalen enigszins onder druk gezet.
- Vergeleken met Europa, de Verenigde Staten en Japan biedt een groter aantal ondernemingen op opkomende markten een dividendrendement van meer dan 2%. Voor beleggers die behoudender zijn wat betreft de winstverwachtingen, kan het beleggen in aandelen in opkomende landen om inkomsten te genereren goed uitpakken voor hun portefeuille, tot er weer sprake is van waardegroei.

## BELEGGINGSGEVOLGEN

- De huidige waarderingen op opkomende markten zijn historisch gezien aantrekkelijk. Vanaf deze niveaus vertoonden rendementen in het verleden een positieve trend in de twaalf maanden erna.
- Beleggers doen er verstandig aan de winstverwachtingen in de verschillende opkomende regio's en landen nauwgezet te volgen. Het huidige macro-economische klimaat betekent dat sommige markten en ondernemingen in opkomende landen beter geplaatst zijn dan andere om van een verbeterende wereldwijde situatie te profiteren.
- Een zeer selectieve bottom-up benadering van aandelen in opkomende markten is een goede manier om meer in opkomende markten te beleggen. Aandelen in opkomende landen kunnen ook een goede bron van rendement zijn voor beleggers die naarstig op zoek zijn naar inkomsten zolang de fundamentals achterblijven en de winsten nog niet stijgen.



De daling van de winstverwachting voor de opkomende markten begon in 2011 en viel samen met de top van de grondstofcyclus.

Bron: *Guide to the Markets - Europe*, pagina 49

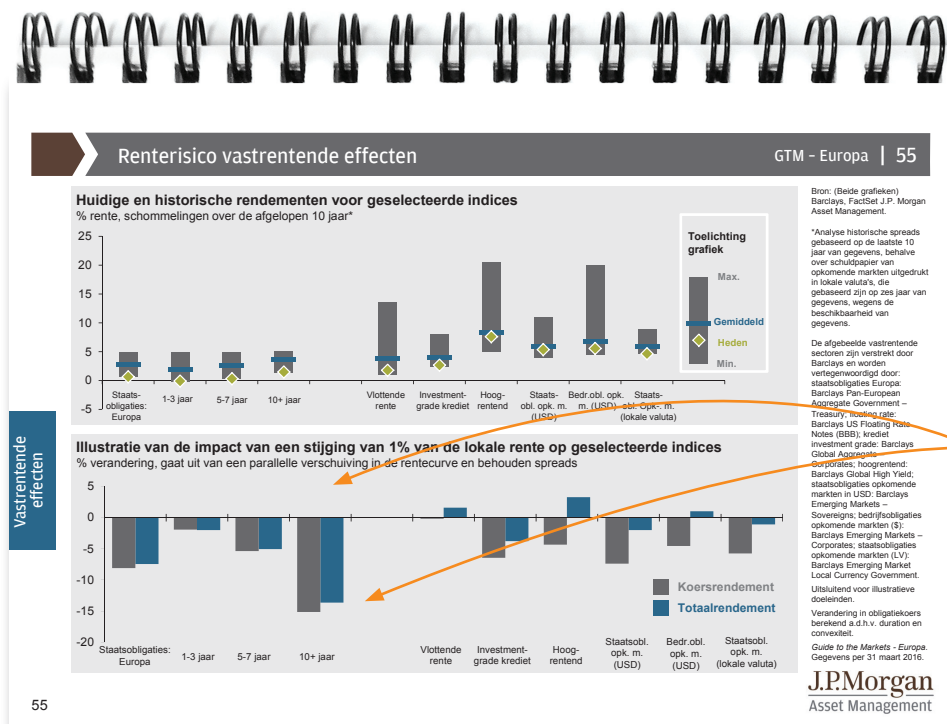
### 3 Beleggen in een klimaat van lage rente en hoge volatiliteit

Vastrentende beleggingen vormen niet meer het fundament voor portefeuilles zoals vroeger.

- Dalende inflatie en onconventioneel monetair beleid door de grote centrale banken heeft de rentes van hoogwaardige obligaties op de ontwikkelde markten tot een extreem laag niveau doen dalen. Deze trend heeft zich recent versneld doorgezet met de introductie van een beleid van negatieve rente in Japan, de eurozone en verschillende andere Europese landen. In de afgelopen tien jaar is de gemiddelde coupon op de mondiale markt voor staatsobligaties (JPM GBI) gedaald van 3,8% tot 2,4%. Het is een grote uitdaging geworden om een stabiel inkomen te verwerven uit vastrentende beleggingen.
- Deze daling in rentes ging gepaard met een scherpe stijging van de koersen van staatsobligaties, wat de pil voor beleggers vergulde, en wat ertoe leidde dat in 2008 het totale rendement op staatsobligaties 10,2% bedroeg. Nog meer koerswinsten van die omvang zouden alleen mogelijk zijn als er zich een aanzienlijke verdere daling van de rentes zou voordoen. Veronderstel dat een belegger momenteel obligaties heeft met een gemiddelde looptijd van 7,8 jaar<sup>1</sup>, dan zou de rente met nog eens 121 basispunten moeten dalen, van 0,85% tot -0,4%, om in 2016 hetzelfde totale rendement te realiseren. Dat is niet onmogelijk, maar de lagere couponrente van dit moment en een langere gemiddelde looptijd (9,4 jaar) maken staatsobligaties zeer kwetsbaar voor onverwachte inflatieschommelingen. Daardoor zouden de rentes stijgen in plaats van dalen, en dat zou het nog erger maken voor obligatiebezitters.

#### OVERZICHT

- Beleggers zullen het de komende vijf jaar zwaar krijgen om hoge risicogecorrigeerde rendementen te realiseren in een wereld waarin de rente op staatsobligaties extreem laag is en aandelen niet langer goedkoop zijn.
- Nu de haussemarkt in aandelen tekenen van verzadiging vertoont en de mondiale groeicijfers vrijwel steeds lager uitkomen dan verwacht, moeten beleggers er rekening mee houden dat rendementen op aandelen in de toekomst lager zullen zijn en meer volatiliteit zullen vertonen.
- Aangezien de verwachte rendementen op traditionele beleggingen laag zijn, zijn de opportunitetskosten om beleggingen aan te houden zonder correlatie met obligaties of aandelen ook laag, terwijl de potentiële winsten voor beleggers aanzienlijk zouden kunnen zijn. Het is eenvoudig in te zien waarom zo velen het proberen met niet-directionele of niet-gecorrleerde hedgefondsstrategieën om hun portefeuille te diversifiëren en hogere risicogecorrigeerde rendementen te realiseren.



Bron: *Guide to the Markets - Europe*, pagina 55

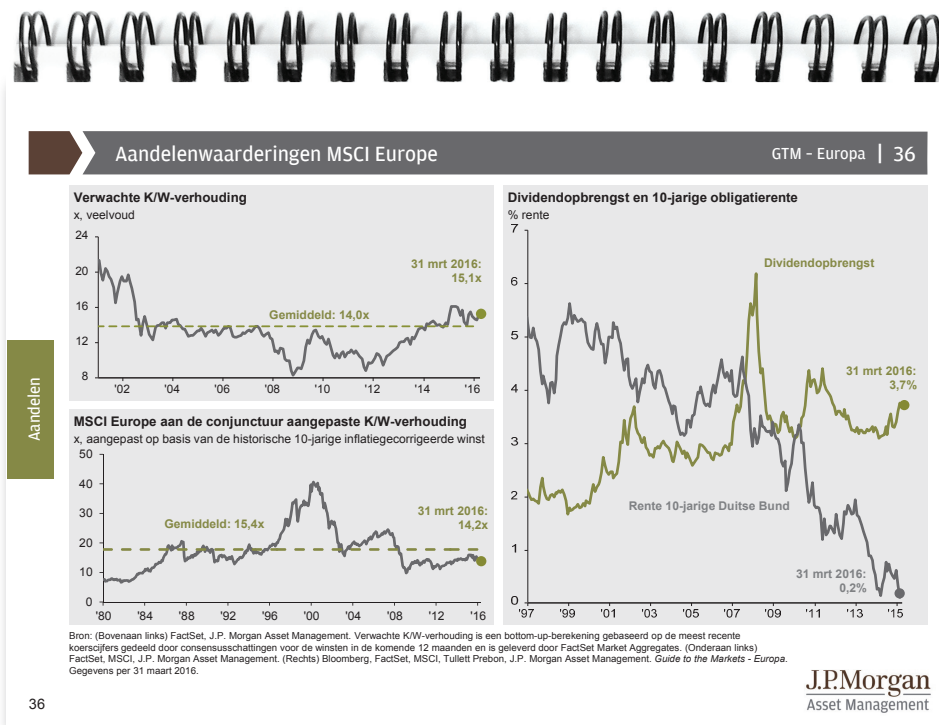
**Duration werkt twee kanten op: als risico in een groeiscenario en als afdekking van risico in een recessiescenario.**

<sup>1</sup> De gebruikte formule is het doelrendement (10,2%) min het huidige rendement (0,82%) gedeeld door duration (7,8 jaar). Het resultaat is dat de rentes met 121 basispunten zouden moeten dalen om hetzelfde rendement te maken als in 2008. Om dat te bereiken, zou de rente op staatsobligaties moeten dalen van 0,8% tot -0,4%. Deze berekening houdt geen rekening met het effect van convexiteit op de rente op obligaties.



## Aandelen worstelen met de gevolgen van trage economische groei.

- We hebben nu zeven jaar lang een haussemarkt in aandelen gezien, waardoor deze beleggingscategorie zich nu in veel landen dicht bij de gemiddelde langjarige waardering bevindt.
- Er is nog steeds een opwaarts potentieel in de markt, maar gezien de waarderingen en de fase van de cyclus waarin we ons bevinden, zou het onredelijk zijn om voor de toekomst een aanzienlijke groei van de P/E-verhouding te verwachten. Dat betekent dat het toekomstige verwachte rendement op aandelen grotendeels afhangt van de winstgroei en het dividend.
- Wanneer de wereldeconomie relatief langzaam groeit, moeten beleggers in de toekomst rekenen op nominale aandelenrendementen die onder het gemiddelde liggen. Ze moeten ook rekenen op een aanzienlijke verandering in de samenstelling van de rendementen. Sinds 2010 bestond ruwweg 20% van het totale rendement op aandelen uit dividend. We kunnen ervan uitgaan dat dit percentage aanzienlijk zal stijgen.
- Hoewel rendementen waarschijnlijk lager zullen zijn dan in het verleden, toont het verschil tussen het gemiddelde dividendrendement op aandelen en het rendement op 10-jarige staatsobligaties dat aandelen aantrekkelijk blijven in verhouding tot obligaties vanwege hun vermogen om inkomsten te genereren.



Aandelenmarkten met een gemiddelde koers-winstverhouding waren relatief goedkoop in een eerder stadium van de cyclus. In latere stadia is het beeld minder helder.

Bron: *Guide to the Markets - Europe*, pagina 36

## De beste jaren voor risicogecorrigeerde beleggingsrendementen liggen waarschijnlijk achter ons

- Na een periode van zeven jaar met stijgende Sharpe-ratio's (hogere risicogecorrigeerde rendementen dus), is er nu een grote waarschijnlijkheid dat bij een doorsnee evenwichtige portefeuille een verslechtering in deze prestatie maatstaf te zien zal zijn en dat een traditioneel gediversifieerde portefeuille met daarin zowel aandelen als obligaties steeds meer volatiliteit gaat vertonen. Dat komt omdat obligaties nu minder goed in staat zijn om door aandelen veroorzaakte schokken op te vangen.
- Wanneer de traditionele markt-bèta de komende tijd minder lijkt te gaan opleveren, wordt er intensiever naar extra bronnen van alpha gezocht. Verdere diversificatie in de richting van alternatieve beleggingen en hedgefondsstrategieën biedt potentieel voor hogere risicogecorrigeerde rendementen en voegt ook een ander soort afdekking toe aan de portefeuille.
- In het algemeen hebben hedgefondsstrategieën de neiging een positieve correlatie te vertonen met aandelenrisico. Als je echter dieper kijkt naar hoe het bij hedgefondsen werkt, vinden we een uiteenlopende reeks strategieën met veel lagere correlaties met aandelen, zoals arbitrage met converteerbare obligaties, global macro, aandelen long/short en fusiearbitrage.

## BELEGINGSGEVOLGEN

- Als we kijken naar de drie-eenheid van beleggingsdoelstellingen – rendement, generen van inkomsten en risicobeheer – biedt het huidige klimaat van lage rendementen beleggers uitdagingen op al die vlakken. Het is vrijwel onvermijdelijk dat de zoektocht naar inkomsten beleggers naar hoger renderende beleggingen jaagt, wat risico toevoegt aan de portefeuille.
- Tegen deze achtergrond zijn transparante en liquide hedgefonds- en macrostrategieën met een bruto rendement van 5%+ zeer aantrekkelijk als een bron van hoger algeheel rendement en meer diversificatie.



# Rendementen per beleggingscategorie (EUR)

GTM - Europa | 75

Beleggings-  
principes

75

| 2006                 | 2007                 | 2008                 | 2009                 | 2010                 | 2011                | 2012                 | 2013                 | 2014                 | 2015                 | 1e kw. '16          | 10-jr geann.        | Vol.                 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
| REITS<br>20,6%       | EME<br>26,1%         | Govt bonds<br>16,8%  | EME<br>73,4%         | REITS<br>36,4%       | EME<br>12,9%        | REITS<br>18,3%       | DM Equities<br>21,9% | REITS<br>44,8%       | REITS<br>13,9%       | Govt bonds<br>3,2%  | EME<br>9,1%         | EME<br>30,9%         |
| EME<br>18,6%         | Hedge Funds<br>10,6% | Cash<br>5,7%         | HY bonds<br>64,4%    | EME<br>27,5%         | REITS<br>10,9%      | HY bonds<br>17,8%    | Hedge Funds<br>9,1%  | EME<br>29,9%         | EME<br>13,4%         | REITS<br>2,4%       | HY bonds<br>8,9%    | REITS<br>23,5%       |
| Hedge Funds<br>10,8% | Cmnty<br>5,1%        | IG bonds<br>3,9%     | DM Equities<br>24,7% | Cmnty<br>24,9%       | Govt bonds<br>8,9%  | EME<br>16,5%         | Portfolio<br>3,6%    | DM Equities<br>20,1% | DM Equities<br>11,9% | EME<br>2,2%         | REITS<br>7,2%       | HY bonds<br>18,3%    |
| DM Equities<br>7,9%  | Cash<br>4,4%         | EME<br>5,6%          | Portfolio<br>25,8%   | HY bonds<br>22,6%    | IG bonds<br>7,8%    | EME<br>16,2%         | HY bonds<br>2,7%     | IG bonds<br>17,6%    | HY bonds<br>8,4%     | IG bonds<br>0,8%    | DM Equities<br>6,7% | DM Equities<br>17,7% |
| Portfolio<br>0,4%    | Portfolio<br>0,7%    | Hedge Funds<br>19,0% | REITS<br>23,5%       | DM Equities<br>20,1% | HY bonds<br>6,6%    | DM Equities<br>14,7% | Cash<br>0,2%         | Portfolio<br>15,7%   | Govt bonds<br>7,7%   | HY bonds<br>0,2%    | IG bonds<br>6,4%    | Cmnty<br>16,6%       |
| Cash<br>3,0%         | Govt bonds<br>0,3%   | Portfolio<br>20,8%   | EME<br>22,0%         | EME<br>19,6%         | Cash<br>1,7%        | Portfolio<br>19,9%   | REITS<br>1,3%        | HY bonds<br>13,9%    | IG bonds<br>7,4%     | Cash<br>0,0%        | Portfolio<br>6,1%   | Portfolio<br>12,0%   |
| HY bonds<br>1,7%     | DM Equities<br>1,2%  | HY bonds<br>23,1%    | Hedge Funds<br>19,6% | Portfolio<br>16,7%   | Portfolio<br>1,4%   | IG bonds<br>9,8%     | IG bonds<br>4,0%     | Govt bonds<br>13,9%  | Portfolio<br>6,8%    | EME<br>9,0%         | Govt bonds<br>5,0%  | EME<br>15,9%         |
| EME<br>1,2%          | IG bonds<br>3,7%     | Cmnty<br>32,7%       | Cmnty<br>16,6%       | DM Equities<br>10,3% | DM Equities<br>1,6% | Hedge Funds<br>7,3%  | EME<br>6,6%          | EME<br>11,6%         | Cash<br>0,5%         | Portfolio<br>0,6%   | Hedge Funds<br>3,1% | Hedge Funds<br>9,8%  |
| IG bonds<br>4,1%     | EME<br>4,0%          | REITS<br>34,1%       | IG bonds<br>15,5%    | IG bonds<br>13,2%    | Hedge Funds<br>2,4% | Cash<br>1,2%         | Govt bonds<br>8,4%   | Hedge Funds<br>3,7%  | Hedge Funds<br>1,1%  | Cmnty<br>1,9%       | EME<br>2,6%         | IG bonds<br>8,3%     |
| Govt bonds<br>4,8%   | HY bonds<br>7,0%     | DM Equities<br>37,2% | Cash<br>2,3%         | Hedge Funds<br>10,2% | Cmnty<br>10,4%      | Govt bonds<br>9,3%   | EME<br>13,3%         | Cash<br>9,3%         | EME<br>4,9%          | Hedge Funds<br>2,6% | Cash<br>1,7%        | Govt bonds<br>6,6%   |
| Cmnty<br>8,4%        | REITS<br>23,9%       | EME<br>50,9%         | Govt bonds<br>0,6%   | Cash<br>1,1%         | EME<br>16,4%        | Cmnty<br>2,6%        | Cmnty<br>13,4%       | Cmnty<br>8,5%        | Cmnty<br>16,1%       | DM Equities<br>3,6% | Cmnty<br>6,4%       | Cash<br>1,8%         |

Bron: Barclays, Bloomberg, FactSet, FTSE, MSCI, J.P. Morgan Economic Research, J.P. Morgan Asset Management. Geannualiseerd rendement opstart van periode van 2005 tot 2015. Vol. is de standaardafwijking van het geannualiseerd rendement. Staatsobligaties: Barclays Global Aggregate Government Treasuries. Hoogrentebondobligaties: Barclays Global High Yield, Schuld op rijk. J.P. Morgan EMBI+; IG-obligaties: Barclays Global Aggregate – Corporates; Grondstoffen: Bloomberg UBS Commodity; REITS: FTSE NAREIT All REITs; Aandelen ontv. m. MSCI World; hedgefondsen: Credit Suisse/Tremont Hedge Fund; Contanten: JP Morgan Cash Index ECU (MM). Hyponetische portefeuilles (ouder ter illustratie en niet te beschouwen als een aanbeveling): 30% aandelen ontwikkelde markten; 10% aandelen opkomende markten; 15% IG-obligaties; 12,5% staatsobligaties; 7,5% hoogrentebondobligaties; 5% schuldopcake op rijk; m. 5% grondstoffen; 5% contanten; 5% REITS en 5% hedgefondsen. Rendement niet afgetekend, totaalrendement, in EUR. Guide to the Markets - Europa. Gegevens per 31 maart 2016.

J.P.Morgan  
Asset Management

Hedgefondsstrategieën hebben rendementen opgeleverd die geen voorspelbare correlatie met andere beleggingscategorieën hebben.

Bron: *Guide to the Markets - Europa*, pagina 75



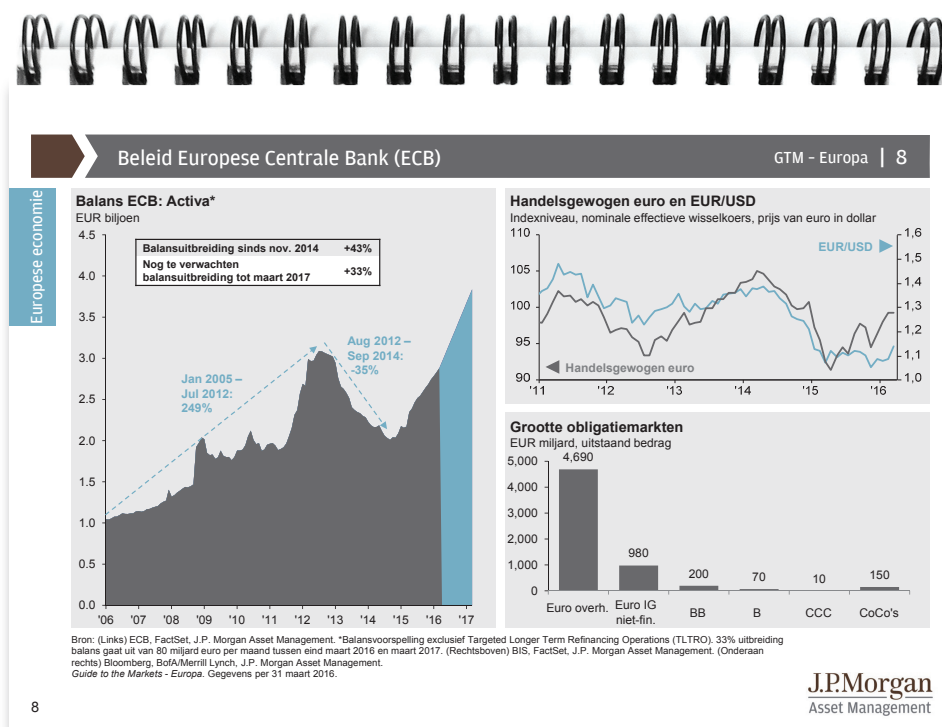
## 4 Onderzoek naar de gevolgen van de negatieve rente voor Europa

### De ECB loopt voorop bij het NIRP-experiment (beleid van negatieve rente)

- Een omvangrijke reeks macro-economische gegevens bevestigt dat het herstel in de eurozone afzwakt, maar niet is verdwenen. Dit herstel is het resultaat van een combinatie van maatregelen uit het verleden, inclusief belastinghervormingen en, heel belangrijk, de steun van de ECB. Deflatie blijft echter een risico, vooral gezien de aanhoudende mondiale deflatoire druk. In februari daalde de inflatie in de eurozone tot -0,2%.
- De terugkeer naar negatieve inflatie was de aanleiding voor een ingrijpende actie van de ECB tijdens de vergadering van het beleidscomité in maart, waarbij een scala van verruimende maatregelen werd aangekondigd. Een van de meest agressieve maatregelen was het besluit van de ECB om het experiment met negatieve rentes uit te breiden door de depositorente te verlagen van -0,3% tot -0,4%.

### OVERZICHT

- De Europese Centrale Bank (ECB) en de Bank of Japan (BoJ) hebben, samen met een aantal andere Europese centrale banken, gekozen voor een negatieve rente (NIRP) als een belangrijk monetair beleidsinstrument. In veel gevallen worden negatieve rentes gebruikt naast uitgebreide aankopen van obligaties. Het eindresultaat is dat er nog meer obligaties met negatieve rente worden verhandeld.
- Voor beleggers zijn negatieve rentetarieven op lange termijn gunstig als zij de economische groei ondersteunen door de kredietverstrekking aan te moedigen en deflatie te bestrijden. Er zijn echter ook enkele ongewenste politieke gevolgen.
- Een bron van zorg voor de sector is dat negatieve rendementen de marges van banken onder druk zetten en de winstgevendheid van de financiële sector aantasten. Een breder probleem voor obligatiehouders is dat het de zoektocht naar inkomsten veel moeilijker maakt. Deze zorgen onderstrepen de noodzaak van een gediversifieerde mondiale aanpak om de beleggingsinkomsten te maximaliseren voor een hele reeks beleggingscategorieën.



Bron: *Guide to the Markets - Europe*, pagina 8

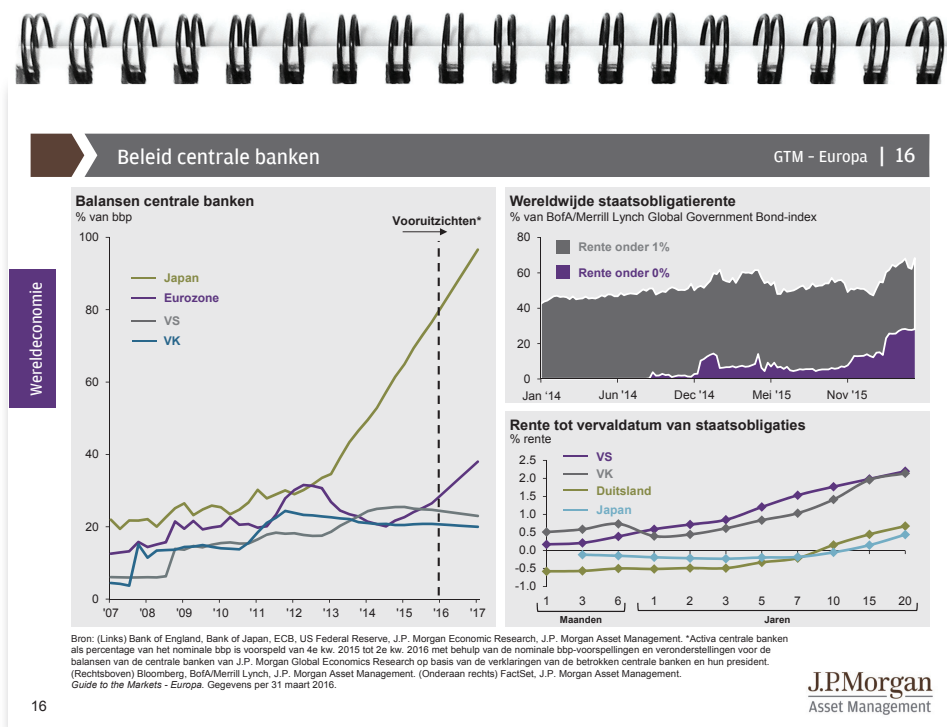
- Beleggers waren opgelucht te zien dat de ECB op meer middelen kon teruggrijpen dan alleen NIRP. Tijdens diezelfde vergadering verhoogde de centrale bank ook het bedrag aan maandelijkse obligatieaankopen van 60 miljard naar 80 miljard euro. Bovendien werd het aankoopprogramma uitgebreid naar investment grade, niet-bancaire bedrijfsobligaties. Daar bovenop introduceerde de centrale bank een nieuwe ronde van vier targeted long-term refinancing operations (TLTRO's) met een looptijd van vier jaar.

**De ECB heeft een nieuwe verlaging van de depositorente naar -0,4% aangekondigd, evenals een verdere uitbreiding van het aankoopprogramma voor obligaties naar niet-bancaire investment grade bedrijfsobligaties. Deze maatregelen zouden ertoe kunnen leiden dat er meer obligaties tegen negatieve rentes worden verhandeld.**

- Door op zo veel fronten actief te zijn, liet de ECB zien dat de aandacht vooral gericht is op het aanjagen van de activiteit en investeringen van bedrijven via meer kredietverstrekking door de banken, in plaats van alleen te vertrouwen op een lagere wisselkoers om de groei te stimuleren.

## NIRP zou echter onvoorspelbare neveneffecten kunnen hebben.

- De logica achter negatieve tarieven is het effect van een ruim monetair beleid op de economie te vergroten door banken te ontmoedigen hun reserves bij de ECB te stallen. Op deze manier zijn negatieve rentes bedoeld om de banken te dwingen de kredietverlening aan de reële economie te vergroten. Een langdurige periode van negatieve rendementen zou echter onvoorspelbare neveneffecten kunnen hebben.
- De winstgevendheid van banken en andere financiële instellingen komt onder druk te staan door lage en negatieve tarieven. Druk op de marges heeft financiële instellingen al verdreven uit tal van sectoren en dit probleem zou zich kunnen verergeren. Voor verzekeraars en pensioenfondsen wordt het moeilijk om minimale uitkeringen op levenspolissen te doen en hun bedrijfsmodel zou in gevaar kunnen komen. Dit alles leidt ertoe dat sommigen zich zorgen beginnen te maken dat het netto-effect voor de financiële sector negatief zou kunnen zijn, met minder kredietverstrekking en een lagere winstgevendheid voor banken, precies het tegenovergestelde van wat de ECB hoopte te bereiken.
- De nieuwe TLTRO's zijn bedoeld om het potentiële negatieve effect van NIRP teniet te doen door het banken mogelijk te maken hun niet-hypothecaire kredietverstrekking aan de private sector met meer dan 2,5% te verhogen door tegen negatieve rentes bij de ECB te lenen; in feite betaalt de ECB commerciële banken om geld te lenen aan de bredere economie.

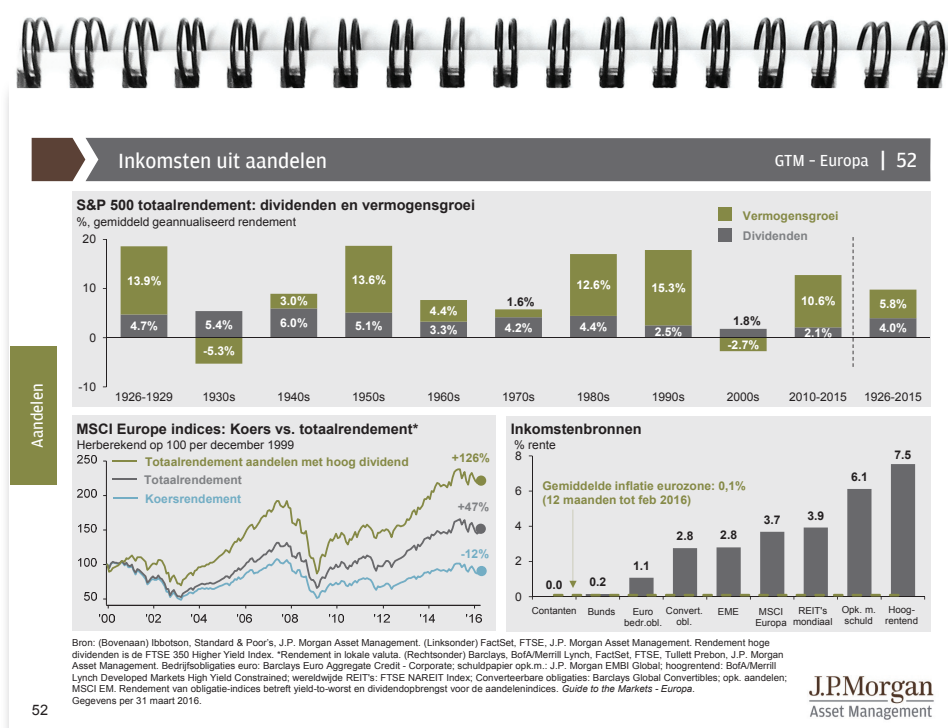


De combinatie van NIRP en aankoopprogramma's voor obligaties die door veel centrale banken wordt gehanteerd, vergroot het aantal obligaties met een negatief rendement niet alleen in de eurozone, maar ook wereldwijd.

Bron: Guide to the Markets - Europe, pagina 16

## Opdrogende inkomstenbronnen

- Doordat centrale banken hebben gekozen voor een combinatie van NIRP en aankoopprogramma's voor obligaties, stijgt het aantal obligaties met een negatieve rente. In de eurozone heeft een derde van alle staatsobligaties nu een negatieve rente. In veel Europese landen is de volledige rentecurve gedaald. De rentecurve van de Duitse Bunds bijvoorbeeld is door de maandelijkse obligatie-aankopen van de ECB naar beneden gedrukt, waarbij de rente op de 10-jarige Bund nu op een laagterecord van slechts 0,22% ligt.
- De rentes op investment grade obligaties van niet-financiële instellingen kunnen scherp dalen nu deze beleggingen op het boodschappenlijstje van de ECB staan, vooral gezien de lagere volumes en de mindere liquiditeit op de markten voor bedrijfsobligaties vergeleken met die voor staatspapier. Dit leidt tot koerswinsten voor de houders van deze obligaties. Natuurlijk leidt het echter ook tot een afname van het aanbod van relatief "veilige" beleggingen die beleggers een positief rendement bieden. De meesten moeten hun portefeuille verbreden met beleggingen met een hoger risico of hun rendementsverwachting verlagen, en waarschijnlijk allebei.



Bron: *Guide to the Markets - Europe*, pagina 52

## BELEGGINGSGEVOLGEN

- De negatieve rentes houden nog wel enige tijd aan, zo lang de centrale banken de noodzaak voelen om door te gaan met NIRP en aankopen van obligaties ter bestrijding van de deflatie en ter ondersteuning van het economische herstel.
- De zoektocht naar inkomsten is moeilijker geworden, maar niet onmogelijk. Beleggers kunnen een mondiale diversificatie doorvoeren om aantrekkelijkere inkomstenbronnen aan te boren, ook al zou dit kunnen betekenen dat het risicoprofiel van de portefeuille stijgt.
- Aandelen kunnen een grote rol spelen bij de zoektocht naar inkomsten. Het dividendrendement op de MSCI Europe ligt dicht bij de 4%, wat veel meer is dan de 0,22% die gerealiseerd kan worden op de 10-jarige Bund. Een selectieve benadering van hoogrentende obligaties kan ook kansen bieden om inkomsten te combineren met goede fundamentals. Obligaties uit opkomende landen hebben het risico van meer volatiliteit, maar kunnen geleidelijk worden heroverwogen door beleggers die op zoek zijn naar aantrekkelijk gewaardeerde inkomstenmogelijkheden.

De zoektocht naar inkomen is moeilijker geworden nu de rentes op obligaties tot recordlage niveaus zijn gedaald. Beleggers kunnen kansen vinden om inkomen te genereren door een wereldwijde benadering en door te beleggen over verschillende beleggingscategorieën.

Het Market Insights-programma biedt uitgebreide gegevens en commentaren op de wereldwijde markten, zonder te verwijzen naar producten. De Markets Insights-reeks is ontworpen als instrument om klanten te helpen om de markten te begrijpen en hen te ondersteunen bij de besluitvorming over beleggingen, en is gericht op het onderzoeken van de implicaties van actuele economische gegevens en veranderende marktomstandigheden.

De meningen in dit document dienen niet te worden beschouwd als een advies of aanbeveling om een belegging in enig rechtsgebied te kopen of te verkopen, noch is het een toezegging van J.P. Morgan Asset Management of een van haar werkmaatschappijen om deel te nemen in enige van de transacties die in dit document worden genoemd. Alle voorspellingen, cijfers, opinies en beleggingstechnieken en -strategieën worden louter ter informatie verstrekt, zij zijn gebaseerd op bepaalde veronderstellingen en de huidige marktomstandigheden, en kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaande kennisgeving. Alle informatie in dit document wordt geacht nauwkeurig te zijn op het moment van productie, maar er wordt geen garantie gegeven inzake de nauwkeurigheid en er wordt geen aansprakelijkheid aanvaard met betrekking tot enige fout of omissie. Dit materiaal bevat onvoldoende informatie ter ondersteuning van een beleggingsbeslissing, en u mag zich er niet op baseren bij het beoordelen van de geschiktheid van een belegging in bepaalde effecten of producten. Bovendien dienen de beleggers een onafhankelijke beoordeling uit te voeren van de wettelijke, regelgevende, fiscale, krediet- en boekhoudkundige gevolgen en samen met hun eigen professionele adviseurs vast te stellen of in dit document vermelde beleggingen geschikt worden geacht in het kader van hun persoonlijke doelstellingen. De beleggers dienen zich zeker te stellen dat zij over alle relevante informatie beschikken alvorens een belegging uit te voeren. Opgemerkt dient te worden dat beleggen risico's met zich meebrengt, dat de waarde van beleggingen en de inkomsten daaruit kunnen fluctueren met de omstandigheden op de markt en fiscale overeenkomsten, en dat beleggers het belegde bedrag mogelijk niet volledig terugkrijgen. In het verleden behaalde resultaten en inkomsten bieden geen garantie voor het toekomstige rendement.

J.P. Morgan Asset Management is de handelsnaam van de vermogensbeheeractiviteiten van JPMorgan Chase & Co en zijn filialen wereldwijd. Dit document wordt uitgegeven door de volgende entiteiten: in het Verenigd Koninkrijk door JPMorgan Asset Management (UK) Limited, die toegelaten is door en onder toezicht staat van de Financial Conduct Authority; in andere EU-rechtsgebieden door JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.; in Hongkong door JF Asset Management Limited, JPMorgan Funds (Asia) Limited, of JPMorgan Asset Management Real Assets (Asia) Limited; in India door JPMorgan Asset Management India Private Limited; in Singapore door JPMorgan Asset Management (Singapore) Limited of JPMorgan Asset Management Real Assets (Singapore) Pte Ltd; in Taiwan door JPMorgan Asset Management (Taiwan) Limited; in Japan door JPMorgan Asset Management (Japan) Limited dat lid is van de Investment Trusts Association, Japan, de Japan Investment Advisers Association, Type II Financial Instruments Firms Association en de Japan Securities Dealers Association en onder toezicht staat van de Financial Services Agency (registratienummer "Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) No. 330"); in Korea door JPMorgan Asset Management (Korea) Company Limited; in Australië voor professionele klanten zoals gedefinieerd in sectie 761A en 761G van de Corporations Act 2001 (Cth) door JPMorgan Asset Management (Australia) Limited (ABN 55143832080) (AFSL 376919); in Brazilië door Banco J.P. Morgan S.A.; in Canada uitsluitend voor institutionele klanten door JPMorgan Asset Management (Canada) Inc., en in de Verenigde Staten door JPMorgan Distribution Services Inc. en J.P. Morgan Institutional Investments, Inc., beide lid van FINRA/SIPC; en J.P. Morgan Investment Management Inc.

Dit document wordt in de APAC-regio verspreid in Hongkong, Taiwan, Japan en Singapore. In alle andere landen in de APAC-regio is het uitsluitend bestemd voor geselecteerde ontvangers.

Copyright 2016 JPMorgan Chase & Co. Alle rechten voorbehouden.

Activity ID: 4d03c02a800327f0

Material ID: 0903c02a8121a78c

LV-JPM30453 | 04/16