

Kwartaalperspectieven

Europa | 3^e kw. 2018

J.P. Morgan Asset Management biedt u hierbij de nieuwste editie aan van *Kwartaalperspectieven*. Deze publicatie gaat dieper in op kernthema's uit onze *Guide to the markets* en omvat actuele economische en beleggingsinzichten.

DE THEMA'S VAN DIT KWARTAAL

- 1 Is de Europese vertraging al in de koersen verwerkt?
- 2 Kunnen de opkomende markten hogere Amerikaanse rentetarieven aan?
- 3 Duurzaam beleggen: wat is het en wat is de invloed ervan op beleggingsbeslissingen?



STRATEGEN

Karen Ward
Managing Director
Chief Market Strategist, EMEA

Michael Bell, CFA
Executive Director
Global Market Strategist

Tilman Galler, CFA
Executive Director
Global Market Strategist

Vincent Juvyns
Executive Director
Global Market Strategist

Maria Paola Toschi
Executive Director
Global Market Strategist

Nandini Ramakrishnan
Associate
Global Market Strategist

Jai Malhi
Associate
Market Analyst

Ambrose Crofton
Analyst
Market Analyst

1 Is de Europese vertraging al in de koersen verwerkt?

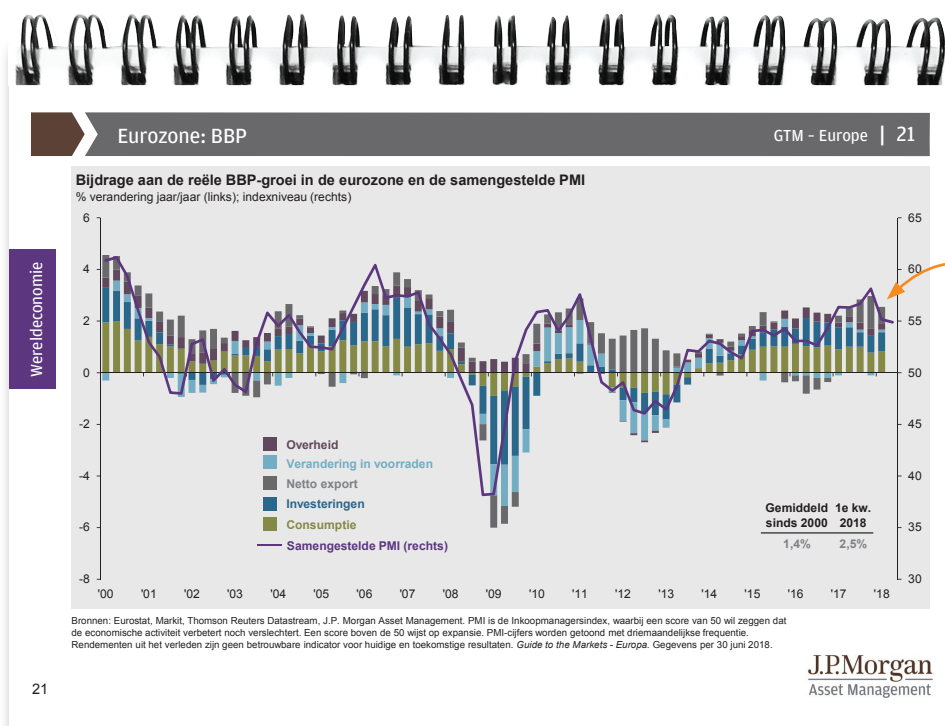
Matiging, of iets meer sinisters?

Na een sterk 2017 heeft de groei in de eurozone dit jaar tot nu toe aangehouden, maar wel in een trager tempo. De vertraging doet zich het sterkst voor in de netto export, iets dat gedeeltelijk kan worden verklaard door eerdere kracht van de euro. Deze vertraging van de handel woog ruimschoots op tegen de lichte verbetering van de consumptie en de investeringen, waardoor het algemene groeitempo vertraagde van 2,8% jaar-op-jaar (j/j) in het vierde kwartaal tot 2,5% j/j in het eerste kwartaal.

Uit bedrijfsenquêtes blijkt dat de export en de maakindustrie het groeitempo in het tweede kwartaal mogelijk zijn blijven afremmen, en dat ook het groeitempo van de bedrijfsinvesteringen licht is gematigd. Het consumentenvertrouwen in de eurozone is sinds januari iets afgezwakt, hoewel de werkloosheid blijft dalen en de loongroei aantrekt. Over het geheel genomen wijzen de conjunctuurenquêtes van juni op een stabilisatie van het groeitempo, zij het op een lager niveau dan aan het begin van het jaar.

OVERZICHT

- De economie van de eurozone is vertraagd, maar als de economische gegevens niet langer teleurstellen, is er potentieel voor aandelen uit de eurozone om op te veren.
- De Italiaanse politiek blijft een bron van potentiële volatiliteit, maar het is onwaarschijnlijk dat Italië de euro zal verlaten.
- Een mix van zowel opwaartse als neerwaartse economische en politieke risico's pleit op dit moment voor een vrijwel neutrale allocatie naar Europese aandelen.



Bron: *Guide to the Markets - Europa*, pag. 21

Politiek risico

De Italiaanse politiek is tot nu toe dit jaar ook een bron van volatiliteit geweest en we verwachten dat dit zo zal blijven. De nieuwe regering lijkt erop gebrand de Europese status quo aan te vechten, zowel voor wat betreft fiscaal beleid als immigratie. Belangrijk is echter dat de regering de wens heeft uitgesproken om in de euro te blijven, wat te danken is aan de groeiende steun van de Italiaanse bevolking voor de euro. Uit de laatste Eurobarometer-enquête van maart blijkt dat 61% van de Italianen in de euro wil blijven en dat slechts 29% graag uit de euro wil, terwijl 10% geen mening heeft. Wij denken dat de kans op een snel vertrek van Italië uit de euro zeer klein blijft.

In Duitsland staat bondskanselier Angela Merkel onder druk van haar coalitiepartners vanwege haar migratiebeleid, maar wij verwachten dat dit met een EU-brede oplossing wordt opgelost.

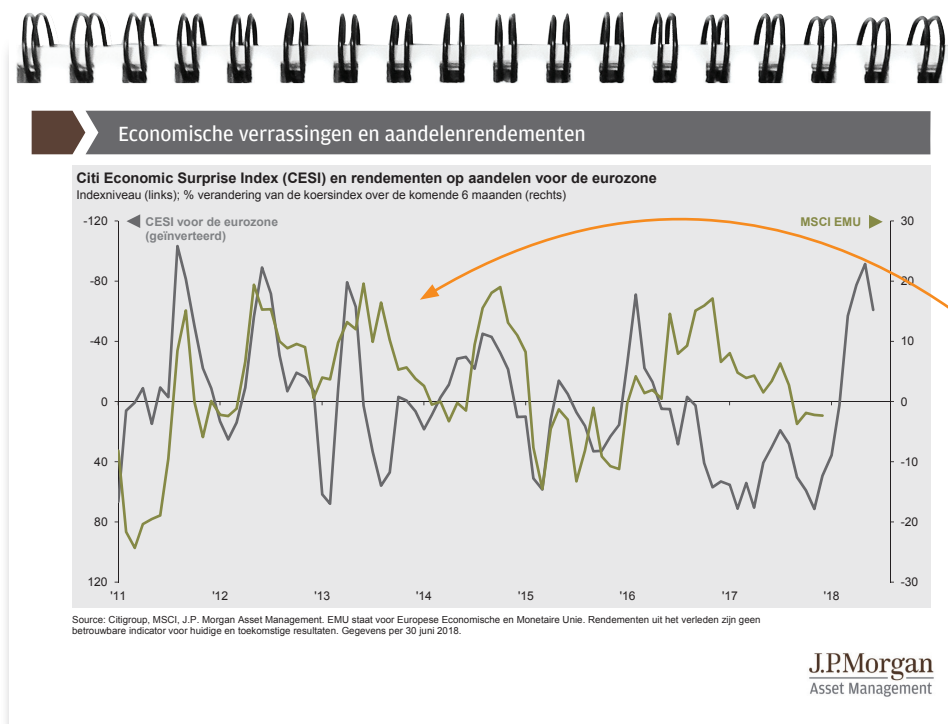
Een bron van meer zorgwekkend politiek risico is misschien het handelsbeleid van de Verenigde Staten, gezien de mogelijkheid dat er tarieven worden geheven op de Europese export van auto's. Dit heeft het optimisme getemperd dat de huidige hausse in de Amerikaanse consumptie (in mei stegen de detailhandelsbestedingen in de VS met 6,4%) zal bijdragen aan een opleving van de exportgroei in de eurozone.

Zijn de risico's al in de koersen verwerkt?

Ondanks deze economische en politieke zorgen, zijn er ook opwaartse kansen, doordat een behoorlijke hoeveelheid slecht nieuws al is ingeprijsd. De economische cijfers van de eurozone zijn sinds begin maart achtergebleven bij de consensusverwachtingen. Als gevolg daarvan zijn de verwachtingen naar beneden bijgesteld, waardoor ze makkelijker te overtreffen zijn. In de afgelopen jaren, toen de economische gegevens net zo teleurstellend waren als de afgelopen tijd, werden tegenvallende periodes vaak gevolgd door positieve aandelenrendementen in de zes maanden daarna (zoals te zien de grafiek).

BELEGGINGSGEVOLGEN

- Politieke risico's kunnen ervoor zorgen dat de weg die voor ons ligt hobbelig blijft voor aandelen uit de eurozone.
- Nu de economische cijfers echter al negatief hebben verrast, suggereert de geschiedenis dat aandelen weer sterk kunnen opleven, omdat de cijfers minder slecht worden in vergelijking met de nu lagere verwachtingen.
- Een mix van zowel opwaartse als neerwaartse risico's voor de vooruitzichten pleit voor een neutrale visie op Europese aandelen.



Periodes van teleurstellende cijfers worden vaak gevolgd door sterke aandelenrendementen in de zes maanden daarna.

2 Kunnen de opkomende markten hogere Amerikaanse rentetarieven aan?

Waarom maken opkomende markten zich zorgen over de hogere Amerikaanse rente?

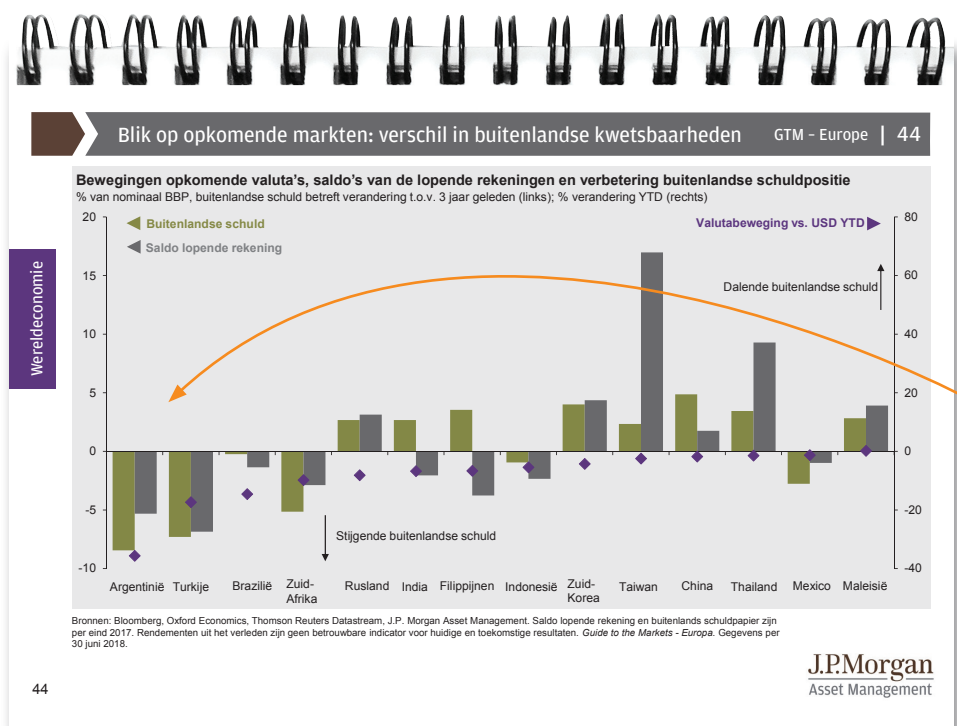
De grote crises in opkomende markten uit het verleden hadden één ding gemeen: ze werden allemaal voorafgegaan door een sterke stijging van de Amerikaanse rente. Het probleem heeft te maken met de manier waarop overheden en bedrijven in opkomende landen zichzelf meestal financieren. Door het gebrek aan marktdiepte en liquiditeit in veel lokale markten geven overheden en bedrijven vaak leningen uit die luiden in USD. Stijgende Amerikaanse rentetarieven verhogen daarom de kosten van schuldfinanciering in USD, terwijl een stijging van de waarde van de USD de omvang zal vergroten van de in dollars luidende schulden ten opzichte van de binnenlandse economie van de uitgevende overheid of onderneming. Dit is de situatie waarin veel opkomende markten zich in het tweede kwartaal van 2018 bevonden. Door een bloeiende Amerikaanse economie en een strakker Federal Reserve-beleid stegen de rentes op Amerikaanse obligaties en won de dollar aan kracht. Tegelijkertijd begon de groeidynamiek in de opkomende markten en de rest van de wereld af te zwakken. Tegen deze achtergrond kwamen opkomende economieën met een tekort op de lopende rekening voor moeilijkheden te staan, als gevolg van hun afhankelijkheid van externe financiering.

Hoe groot is het risico vandaag de dag?

Na de Aziatische crisis richtten veel opkomende markten zich op de ontwikkeling van hun markten voor obligaties in lokale valuta. Tegenwoordig bestaat het universum aan verhandelbaar schuld papier uit opkomende markten voor 88% uit leningen in lokale valuta. De directe afhankelijkheid van de Amerikaanse rente is de laatste decennia dan ook aanzienlijk afgenomen. Desondanks is het totale bedrag van de in USD luidende schulden de afgelopen tien jaar aanzienlijk gestegen (+150%), doordat overheden en met name bedrijven hun voordeel hebben gedaan met de historisch lage Amerikaanse rente. Het zou echter verkeerd zijn om te veronderstellen dat de externe risico's in gelijke mate verspreid zijn over de opkomende markten.

OVERZICHT

- Vijf jaar na de taper tantrum, staan de externe kwetsbaarheden van opkomende markten weer in de spotlights. Beleggers vrezen dat stijgende Amerikaanse rentes en een waardestijging van de USD de financiële stabiliteit van de opkomende markten kunnen ondermijnen.
- Opkomende landen met een hoog tekort op de lopende rekening en een hoge buitenlandse schuld in verhouding tot de omvang van hun economie zijn bijzonder kwetsbaar. Op dit moment zijn er slechts drie landen die volgens deze maatstaven slecht scoren. Wij zien dit daarom niet als een zorg voor de opkomende markten in brede zin.



Argentinië, Turkije en Zuid-Afrika lijken kwetsbaarder dan andere opkomende markten voor hogere Amerikaanse rentetarieven.

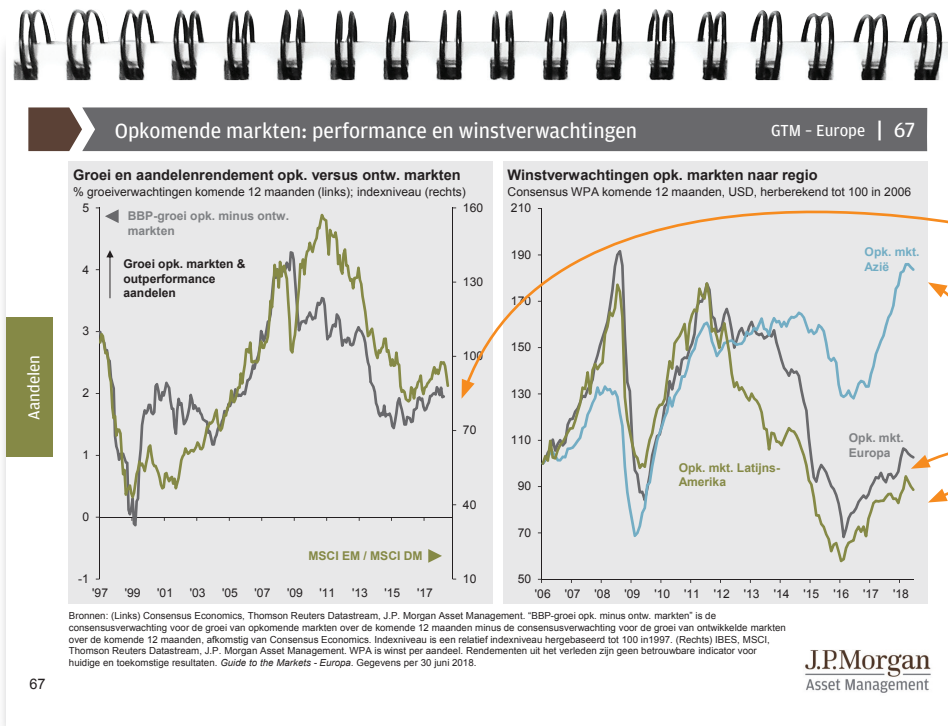
Bron: *Guide to the Markets - Europa*, pag. 44

Twee maatstaven die vaak worden gebruikt om de kwetsbaarheid van een land voor stijgende rentetarieven in de VS te beoordelen, zijn de lopende rekening en de verandering van de buitenlandse schuld gemeten over drie jaar tijd. Op basis van deze maatstaven is de conclusie dat veel landen in opkomende markten er goed uitzien. Turkije, Argentinië en Zuid-Afrika kunnen echter kwetsbaar zijn voor een plotselinge stopzetting van de externe financiering. Alle drie de landen hebben een groot tekort op de lopende rekening en alle drie hebben ze hun buitenlandse schulden aanzienlijk verhoogd. Anderzijds hebben verschillende Aziatische economieën een groot overschot op de lopende rekening en hebben die hun buitenlandse schulden verminderd.

Als de betalingsbalans van een land kwetsbaar is voor een terugtrekking van externe financiering, betekent dit niet noodzakelijkerwijs dat een crisis onvermijdelijk is. Zolang de groeivoorzichten voor de economie en de bedrijfswinsten gezond blijven, kan een crisis worden voorkomen. Hoewel het groeitempo in de eerste helft van 2018 is gematigd, blijft het absolute groeivolume in veel opkomende markten gezond.

BELEGINGSGEVOLGEN

- Ondanks de tegenwind op korte termijn van een sterkere dollar en de stijgende Amerikaanse rentetarieven, lijken de opkomende markten als geheel niet kwetsbaar voor een crisis. Op middellange termijn zien de opkomende markten er nog steeds aantrekkelijk uit.
- Aziatische aandelen lijken het minst blootgesteld aan stijgende Amerikaanse rentetarieven en betalingsbalansrisico's.
- Verwacht wordt dat de bedrijfswinsten in 2018 zullen stijgen, en de aandelenwaarderingen zouden de opkomende markten steun moeten geven.



Een vertraging van het economische momentum in opkomende markten ten opzichte van de ontwikkelde markten, verklaart de recente relatieve zwakte van aandelen uit opkomende landen.

De winstgroei is sterk, maar recente gegevens laten de eerste neerwaartse bijstellingen van de winstramingen zien. De Aziatische winsten lijken het meest veerkrachtig.

Bron: Guide to the Markets - Europa, pag. 67

3 Duurzaam beleggen: wat is het en wat is de invloed ervan op beleggingsbeslissingen?

Wat houdt ESG in?

Milieu: Vraagstukken in verband met de kwaliteit en het functioneren van de natuurlijke omgeving en natuurlijke systemen, zoals CO₂-emissies, milieuregels, waterschaarste en afval.

Maatschappij: Vraagstukken die te maken hebben met de rechten, het welzijn en de belangen van mensen en gemeenschappen, zoals arbeidsmanagement, gezondheid & veiligheid en productveiligheid.

Bestuur: Vraagstukken met betrekking tot het management van en het toezicht op ondernemingen en andere entiteiten waarin wordt geïnvesteerd, zoals de samenstelling van het bestuur, eigendom, aandeelhoudersrechten en beloningen.

Soorten van duurzaam beleggen

ESG-integratie

ESG-integratie is het systematisch en expliciet in aanmerking nemen van ESG-factoren in het beleggingsbeslissingsproces. Vaak kunnen portefeuillemanagers details achterhalen over de plannen van een onderneming voor de toekomst, de veerkracht en de bedrijfspraktijken door directe vragen te stellen, door diepgaand onderzoek, of door actieve betrokkenheid, wat door kan werken in de beleggingsbeslissing. ESG-integratie beperkt het beleggingsuniversum niet en sluit sectoren of ondernemingen niet uit, tenzij dit wordt vereist door richtlijnen van klanten of lokale regelgeving. Beleggingsteams houden rekening met de specifieke bijzonderheden van elke strategie bij de ontwikkeling en de benadering van ESG. Deze overwegingen kunnen zorgen voor een extra laag van risicobeperking, wat kan leiden tot hogere risicogewogen rendementen.

ESG-integratie kan een belegger bijvoorbeeld helpen te voorkomen dat deze effecten koopt van een productiebedrijf dat zich onvoldoende voorbereidt op tekorten aan hulpbronnen die de levensvatbaarheid van het bedrijf op langere termijn beïnvloeden. Ook kan ESG-integratie een portefeuillemanager helpen om een bedrijf te kiezen dat het goed doet op het gebied van privacy- en databeveiliging ten opzichte van andere bedrijven, die op dat vlak met moeilijkheden te maken kunnen krijgen.

Best in class

Best in class, of positieve screening, streeft er actief naar om te beleggen in ondernemingen met positieve ESG-prestaties ten opzichte van vergelijkbare ondernemingen.

Als een bedrijf bijvoorbeeld beschikt over een adequate planning voor toekomstige milieuregelgeving en beleidsinitiatieven als gevolg van onpopulaire of klimaatverstorende energiebronnen, kan het worden geselecteerd als “best in class” versus andere bedrijven in de sector. Een ander voorbeeld van een best in class-onderneming is een bedrijf waar de beloning van het senior management goed is afgestemd op de levensvatbaarheid op lange termijn van het bedrijf, of waar de raad van bestuur van het bedrijf divers en onafhankelijk is in vergelijking met soortgelijke ondernemingen. Net als ESG-integratie beperkt best-in-class screening niet altijd het beleggingsuniversum.

OVERZICHT

- Hoewel duurzaam beleggen een breed begrip is dat verschillende dingen kan betekenen voor verschillende mensen, wordt het een steeds belangrijker overweging voor alle beleggersgroepen en beleggingscategorieën.
- Onderwerpen op het gebied van milieu, maatschappij en bestuur (environmental, social en governance; ESG) kunnen deel uitmaken van bredere beleggingsdoelstellingen of een specifieke eis zijn. Beleggingsstrategieën die rekening houden met ESG kunnen op verschillende manieren worden afgestemd op de doelstellingen van de klant.
- NB: Zoals blijkt uit pagina 86 van de *Gids voor de markten - Europa*, hoeft het beschouwen van ESG-factoren als onderdeel van een beleggingsstrategie geen rendement voor beleggers te kosten en kunnen ze in sommige gevallen zelfs het risicogewogen rendement verbeteren.

Screening op basis van waarden/normen

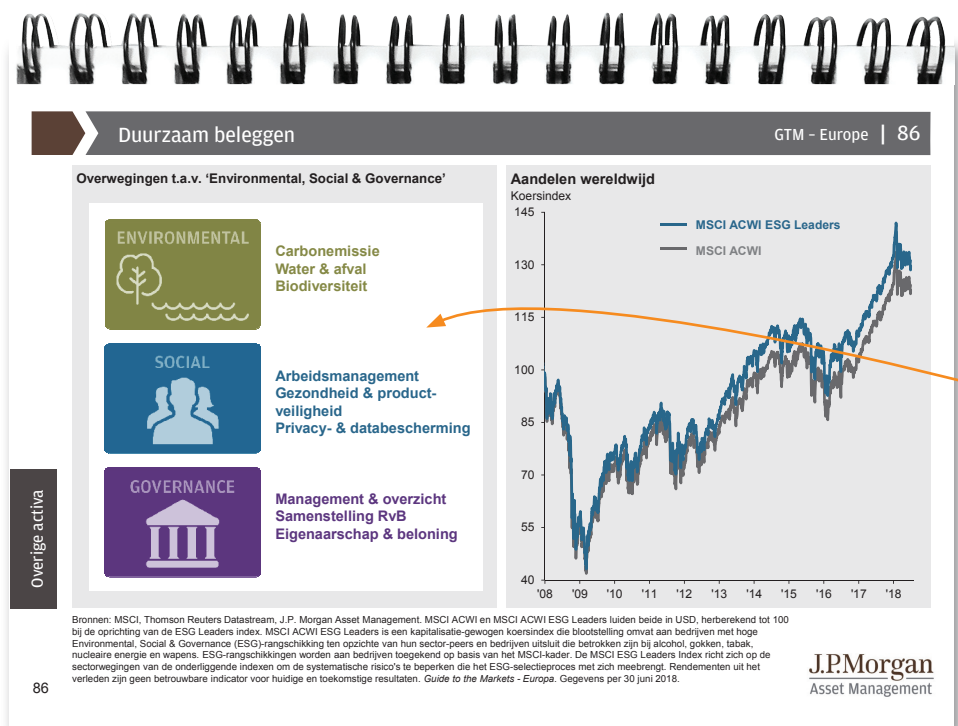
Screening zorgt voor vermindering van bepaalde bedrijven of sectoren die niet in overeenstemming zijn met de waarden van de belegger of die niet voldoen aan hun normen of standaarden. Bepaalde beleggers kunnen bijvoorbeeld strenge regels hebben voor het uitsluiten van tabak, kernenergie, wapens, alcohol en kansspelen of andere sectoren. Anderen willen misschien ondernemingen uitsluiten die een internationale mensenrechtennorm overtreden. De selectie van uitsluitingsstrategieën ontwikkelt zich om tegemoet te komen aan de vraag van beleggers.

Impact-/thematisch beleggen

Thematische beleggingen zijn beleggingen die gebaseerd zijn op specifieke milieu- of maatschappelijke thema's of activa gerelateerd aan duurzaamheid, zoals groene obligaties, obligaties van publieke dienstverlenende instellingen en private equity in bedrijven met sociale doelstellingen. Zo zou een strategie met een focus op alternatieve energie of CO2-reductie, worden aangemerkt als een milieugericht fonds.

BELEGGINGSGEVOLGEN

- ESG kan van toepassing zijn op alle beleggingscategorieën en soorten strategieën en hoeft niet ten koste te gaan van het rendement voor beleggers.
- In plaats van een afweging die beperkingen oplegt aan het beleggingsuniversum of de portefeuillebeheerder, kan ESG beter worden gezien als een extra laag om rekening mee te houden bij het doen van een belegging. Dit kan potentieel leiden tot langdurig hogere risicogewogen rendementen.



ESG-overwegingen kunnen een veelheid aan onderwerpen en sectoren omvatten

Bron: *Guide to the Markets - Europa*, pag. 86

Pagina 86 van de *Guide to the Markets - Europa* toont de MSCI ACWI ESG Leaders. Dit is een naar kapitalisatie gewogen koersindex, die blootstelling biedt aan bedrijven met een hoge ESG-ranking ten opzichte van hun sectorgenoten en bedrijven uitsluit die betrokken zijn bij alcohol, gokken, tabak, kernenergie en wapens.

ESG-rankings worden aan bedrijven toegekend op basis van het MSCI-kader. De MSCI ESG Leaders Index richt zich op de sectorgewichten van de onderliggende indices.

Sinds het begin van de ESG-index presteert de MSCI ACWI ESG Leaders Index al beter dan de MSCI ACWI Index. Dit is slechts een enkel voorbeeld van gecombineerde best in class- en normengebaseerde screening van één dataleverancier. Er zijn tal van ESG-screenings en -rankings van andere partijen. De index presteert ook in periodes van beursdalingen opvallend beter dan de MSCI ACWI Index.

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

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

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

J.P. Morgan Asset Management is de handelsnaam van de vermogensbeheeractiviteiten van JPMorgan Chase & Co en zijn filialen wereldwijd. Als u telefonisch contact opneemt met J.P. Morgan Asset Management dient u er rekening mee te houden dat de telefoongesprekken kunnen worden opgenomen en gevolgd voor juridische, veiligheids- en trainingsdoeleinden. Informatie en gegevens worden verzameld, opgeslagen en verwerkt door J.P. Morgan Asset Management, in overeenstemming met het privacybeleid van de Europese registratieautoriteit (EMEA).

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

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. Alle rechten voorbehouden.

LV-JPM51244 | 07/18 | 0903c02a822b5869