

Dit document is samengesteld door de
Global Multi-Asset Group.

- De Europese bezuinigingsbelofte verzwakt door politieke onrust en verkiezingen. Meer focus op groei zou positief zijn, maar de risico's verontrusten de obligatiemarkten.

- De ECB en Fed lijken afkerig van verdere stimulering, maar moeten mogelijk reageren als de Europese politiek leidt tot ernstiger marktverslechtering.

- Ons onderzoek naar economische regimes duidt op verdere divergentie in de mondiale economie, met evenveel economieën met inflatie als met disinflatie. De VS blijven net als in de voorbije vier maanden inflatie houden, maar de Amerikaanse cijfers vertonen nu technische zwakte.

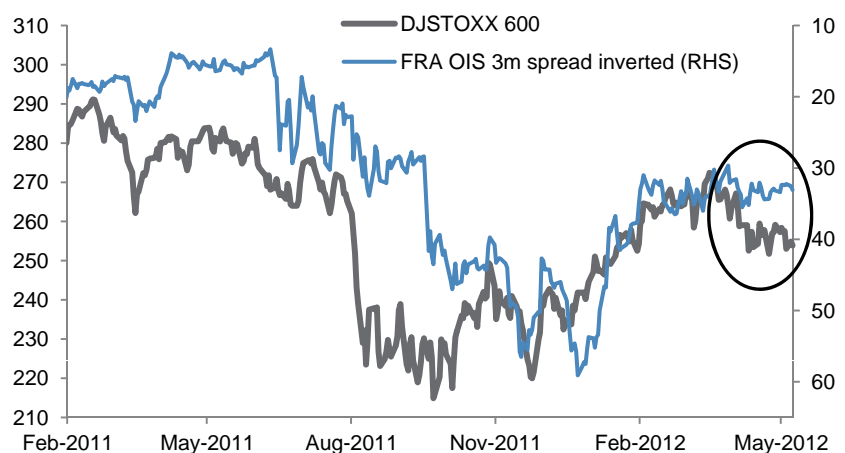
- De waarderingen blijven redelijk voor aandelen en globaal onaantrekkelijk voor staatsobligaties. De beste risicogecorrigeerde waarde in de vastrentende markten bevindt zich bij bedrijfsobligaties.

- We handhaven onze neutrale aandelen/obligaties-positie. Aandelen ogen na de recente correctie niet meer te massaal gekocht, waardoor we op middellange termijn mogelijk terugkeren naar een overweging. Binnen onze gespreide portefeuilles hebben we nog steeds een voorkeur voor de VS en Japan en nu ook voor Hongkong en Canada. We zijn onderwogen in Europa ex VK, het VK en Australië, en neutraal in de opkomende markten.

Beleidsvooruitzichten

De Europese politiek lijkt op een keerpunt te staan. Begin mei zagen we diverse verkiezingen in Europa, waarbij de uitslagen wezen naar een losser fiscaal beleid. Frankrijk heeft een nieuwe socialistische president gekozen, die campagne voerde met de belofte om het beleid te verschuiven van soberheid naar groei. In Griekenland bieden de verkiezingenresultaten geen houvast. De twee grote partijen die voor bezuinigen zijn, hebben geen meerderheid bereikt, waardoor het risico groeit dat Griekenland gedwongen wordt om de eurozone te verlaten. In het VK verging het de coalitiepartijen slecht in lokale verkiezingen. Dit zal minstens voor een deel gezien worden als negatief oordeel van het publiek over de bezuinigingen door de overheid. En een paar weken geleden viel de

Nerveuze Europese aandelen, maar nog geen bewijs van geldmarktstress



Rendementen: veranderingen over april 2012, %

	Aandelen- markten*	Obligaties* Wissel- koersen+	
Wereld	-1,5	0,7	n.b.
VS	-0,6	1,5	-1,1
Eurozone	-3,3	-0,1	-1,4
Japan	-6,1	0,6	3,1
VK	-0,3	0,4	1,9
Opk. markten	-0,5	1,9	n.b.
Hongkong	0,7	n.b.	-0,3

*Total return
+ Verandering in nominale handelsgewogen indices
Bronnen: Thomson Datastream, MSCI, J.P. Morgan

Grafiek van de maand

Onze grafiek van de maand toont de USD FRA-OIS spread, tot nu toe een goede indicator van stress in de geldmarkten en daarmee stress in het bankwezen. Deze indicator is opvallend stabiel gebleven, ondanks vernieuwde onrust in de eurozone en de zwakke aandelenmarkten. Dat duidt er in ieder geval op dat de LTRO's het bancaire systeem met succes hebben geïsoleerd van de marktstress en zo het systeemrisico hebben uitgebannen.

Bron: Bank of America Merrill Lynch. Cijfers tot 7 mei 2012.

Economische verwachtingen

Reëel BBP	2012	2013
VS	2,3	2,5
Europa	-0,4	1,0
Japan	1,7	1,5
VK	0,6	1,6
China	8,4	8,5

Bron: Bloomberg

**Verwachtingen feitelijke inflatie
consumentenprijzen**

CPI	2012	2013
VS	2,4	2,1
Europa	2,4	1,8
Japan	-0,2	0,0
VK	3,0	2,0
China	3,3	3,6

Bron: Bloomberg

**Obligatierendementen (per 30 april
2012)**

	2 jr. %	10 jr. %	10-2 jr. bp.
VS	0,26	1,91	166
Europa	0,08	1,66	158
Japan	0,11	0,90	79
VK	0,45	2,11	166
China	2,90	3,55	65

Bronnen: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

Beleidsvooruitzichten (vervolg)

Nederlandse regering tijdens onderhandelingen over bezuinigingen op de begroting. We hebben lang naar de crisis in de eurozone gekeken via een kader van drie onderliggende aandrijvende factoren: fiscale solvabiliteitsdruk; solvabiliteitszorgen en gebrek aan liquiditeit in het banksysteem; en een gebrek aan groei-impulsen, grotendeels vanwege een tekort aan concurrentievermogen in veel periferielanden. Tot nu toe zijn de meeste inspanningen van de overheid gericht op fiscale bezuinigingsmaatregelen in een poging om de eerste factor aan te pakken, terwijl de ECB zich richtte op de tweede factor, met name via de LTRO's. De derde factor is hooguit aangepakt vanuit de invalshoek van hervormingen aan aanbodzijde, om zo het concurrentievermogen te verbeteren. Hoewel dit op lange termijn de juiste aanpak is, zal dit weinig helpen op de korte termijn, en kan het zelfs hebben bijgedragen aan de economische vertraging in de eurozone.

Als de koers nu wordt verlegd naar meer directe fiscale stimulering, kan dit positief zijn als het goed wordt ingekaderd. Er gaan stemmen op over een infrastructuurprogramma van rond de EUR 200 miljard. Het gevaar is dat een directe stimulans te klein zal zijn om effect te hebben, en dat echte fiscale gevolgen ontstaan in de vorm van minder bezuinigen ten opzichte van eerder afgesproken plannen. Daardoor kan onrust ontstaan op de obligatiemarkten.

Dit vooruitzicht kan zelfs al snel leiden tot een soepeler beleid van de ECB. De ECB leek tijdens haar laatste beleidsvergadering afkerig te staan tegenover verdere stimulering. In werkelijkheid is het echter goed mogelijk dat ernstige onrust op de financiële markten door minder politieke toewijding ertoe zal leiden dat er geen andere keuze overblijft dan opnieuw in te grijpen, wellicht in de vorm van een nieuwe LTRO. Dit is iets waar veel politici wellicht op rekenen. Een Grieks vertrek uit de eurozone zou gegarandeerd tot een nog grotere reactie leiden. Naast deze risico's, zal de aanhoudende vertraging van de economische activiteit verdere renteverlagingen vermoedelijk al snel noodzakelijk maken.

De beleidsverklaring van de Fed na zijn vergadering van 25 april was inhoudelijk ongewijzigd, hoewel de samenvallende publicatie van de voorspellingen (en de verwarring die daarmee ontstond) van de FOMC-leden veel aandacht van de pers kreeg. De besluitvormingsstructuur van het FOMC heeft een hybride vorm, en de veel besproken verschillen in de voorspellingen van de FOMC-leden geven aan dat deze mogelijk niet voortvloeien uit een uniform model van de Amerikaanse economie. In hun toespraken in april bleven FOMC-leden het idee verwerpen dat er mogelijk een vorm van QE3 aanstaande is. Het antwoord is duidelijk nee, en het FOMC leek te zeggen tegen de licht ontvlambare markt dat er niet getraakteerd wordt op meer liquiditeit. Ik denk dat het zeer onwaarschijnlijk is dat de macro-economische indicatoren zodanig verslechteren dat de Fed zich gehouden voelt om op zijn bijeenkomst van juni te komen met iets dat op QE3 lijkt. Hoewel de Europese politiek in dit opzicht ook een factor van betekenis kan worden.

Economische vooruitzichten

Ons onderzoek naar economische regimes duidt nog steeds op een flinke mate aan divergentie in de mondiale economie. Terwijl alle grote opkomende economieën in het disinflatieregime blijven, bevindt de eurozone zich nog steeds in het stagflatieregime van de afgelopen 19 maanden. Dat is in overeenstemming met de zwakke PMI-cijfers in april (gedaald van 47,7 naar 45,9), die duiden op een voortzetting van de recessie in het tweede kwartaal. Japan vertoont een heel ander beeld. Het slingert de afgelopen maanden heen en weer tussen de diverse regimes, en zit nu weer stevig in een reflatieregime, doordat de opveereffecten na de aardbeving van vorig jaar hun stempel drukken op de industriële productie. Ons regimeoverzicht toont aan dat de Amerikaanse economie in het inflatieregime blijft

Valutamarkten (per 30 april 2012)

	\$ koers	REER*	5 jr. gem.
VS	-	80,5	82,3
Eurozone	1,32	117,0	123,6
Japan	79,82	82,7	80,1
VK	1,62	85,0	84,7
China	6,28	122,1	112,8

*Real Effective Exchange Rate Index
Bronnen: Bloomberg, Thomson Datastream, JP Morgan, J.P. Morgan Asset Management

Voorwaartse K/W-ratio's

	Nu	5-jr. gem.	Vershil %
Wereld	11,8	12,5	-5,9
VS	12,7	13,2	-4,1
Eurozone	10,2	10,9	-6,2
Japan	12,2	16,2	-24,3
VK	9,9	10,4	-4,9
Hongkong	14,3	15,5	-7,9
Brazilië	9,6	10,2	-5,4
China	9,1	12,6	-27,6
India	13,0	15,4	-15,8
Rusland	5,1	7,1	-28,6

Bronnen: Thomson Datastream, MSCI, J.P. Morgan Asset Management

Dividendrendement

	Nu	5-jr. gem.	Cash-rente*
VS	2,1	2,1	0,47
Eurozone	4,3	3,8	0,71
Japan	2,4	1,9	0,34
VK	3,7	3,9	1,01
Hongkong	2,9	2,9	0,40
Brazilië	4,5	3,1	8,90
China	2,9	2,3	4,70
India	1,3	1,1	9,64
Rusland	2,5	1,9	7,14

*3-maands interbancaire rente, uitgezonderd Brazilië, waar de overnight Selic rente is gebruikt. Cijfers per 30 april 2012.
Bronnen: Thomson Datastream, MSCI, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

Economische vooruitzichten (vervolg)

zitten, net zoals in de afgelopen vier maanden (zowel de productie als de inflatie groeien dus). De in de loop van de maand gepubliceerde cijfers waren teleurstellend. De wekelijkse werkloosheidsaanvragen lagen begin van de maand iets onder de trend, maar waren aanzienlijk hoger aan het einde van de maand. De seizoensinvloeden op deze uitkomsten zullen bij de cijfers in juni grotendeels verdwenen moeten zijn, zodat dan een duidelijker beeld zichtbaar is van de onderliggende groeitrend.

Het kredietmechanisme lijkt springlevend in de VS, te oordelen naar het meest recente Senior Loan Officer Survey, dat een groeiende vraag door bedrijven laat zien naar commerciële en industriële leningen, samen met iets versoepelde kredietvoorwaarden in het eerste kwartaal in vergelijking met eind vorig jaar.

Wij blijven alert op de volgende factoren: 1) Een versnelling in het tempo van de gezinsvorming, wat kan duiden op een stijging in de huizenmarkt; 2) Een stijging van de uitgaven aan kapitaalgoederen door bedrijven, wat erop zou wijzen dat ze (eindelijk!) wat geld aan hun rijke balansen willen onttrekken; 3) Aanwijzingen dat de recente zwakte in het reëel besteedbaar inkomen zal leiden tot een vertraging in de reële persoonlijke consumptieve bestedingen (vooral aan duurzame goederen), die ongewoon sterk zijn ten opzichte van andere delen van de binnenlandse vraag. Het laatste zou kunnen worden verbeterd door versoepelde beschikbaarheid van consumentenkrediet, hoewel het grootste deel van het gestegen consumentenkrediet tot nu toe wordt gebruikt voor studiefinanciering of voor auto's. Een en ander is niet verwonderlijk, gezien de sterke daling sinds 2008 van uitstaande creditcardschulden. In contrast hiermee staan de cijfers van de Federal Reserve over consumptief krediet, die een toename aantoonde van de creditcardschulden in maart. Hoewel slechts gebaseerd op een enkel meetpunt, is dit in overeenstemming met het keerpunt in de cyclus van de schuldafbouw door huishoudens, iets waar we al op gewezen hebben.

Winsten en waarderingen

De Amerikaanse winstcijfers lagen ruim boven verwachting. Met 81% van de cijfers die nu gerapporteerd zijn, bedraagt de winstgroei per aandeel (jaar-op-jaar gezien) voor de S&P 500-bedrijven 7,8% in het eerste kwartaal. Dat is boven de verwachte groei van 3,2% aan het begin van de rapportageperiode, en historisch gezien een grote positieve verrassing. Als gevolg zijn de groeiverwachtingen voor 2012 opgelopen tot 9,5%. In juli 2011 was dat nog 15%, terwijl het dieptepunt van 8,5% vorige maand werd bereikt. Ook in Europa heeft het winstcijferseizoen al een verbetering laten zien, met een veel hogere verrassingsfactor dan in de afgelopen kwartalen.

De wereldwijde upgrade/downgrade-ratio's namen opnieuw toe in april, met 18 van de 24 door ons gevolgde markten die sterker waren dan in maart. Ook qua breedte zijn de markten met stijgende vooruitzichten vooruitgegaan. Er zijn nu 11 markten met een ratio van boven de 1, terwijl dit in maart nog maar 7 was. (De VS, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Japan en Singapore zijn nu op positief terrein beland, terwijl Taiwan naar negatief terrein is gegaan).

Na de tot nu toe milde correctie, is de waarderingssteun voor aandelen voor waardebeleggers die zich richten op de langere termijn weer wat sterker geworden. De Amerikaanse markt wordt verhandeld tegen een koers/boekwaarde (K/B) van 2,3 x, ofwel 21% onder het gemiddelde op lange termijn, en tegen een voorwaartse K/W-verhouding van 12,7x, ofwel 18% lager dan het langetermijn-gemiddelde van 15,5x. Europa ex VK oogt ook goedkoop: de K/B-ratio is 1,3 x, ofwel 38% onder het langjarig gemiddelde van 2,1 x, terwijl de voorwaartse K/W-verhouding 10,2 x bedraagt. Dat is 28% onder het historisch gemiddelde van 14,4x.

Over de GMAG

De Global Multi-Asset Group is een team van 74 portefeuillemanagers, beleggings-specialisten, analisten en strategische specialisten, hoofdzakelijk werkend vanuit Londen en New York. De groep legt zich toe op het ontwikkelen en beheren van multi-asset- en multi-land-strategieën, gebruikmakend van JPMorgan Asset Management's mondiale expertise met traditionele en alternatieve beleggings-categorieën. De GMAG beheert een vermogen van meer dan USD 74 miljard, waaronder traditionele gespreide portefeuilles, fund of funds, converteerbare obligaties, total return-fondsen en specifieke TAA-mandaten.

De verantwoordelijkheid voor de totale asset-allocatie ligt bij het Global Strategy Team, een groep senior beleggers met een gemiddelde ervaring van 24 jaar.

Chief Investment Officer van de Global Multi Asset-Group is Neill Nuttall.

Andere GMAG publicaties

Wekelijks strategisch overzicht

Winsten en waarderingen (vervolg)

De staatsobligatiemarkten zien er nog steeds duur uit, met lage reële rendementen. De rendementen van tienjarige TIPS kwamen uit op -0,3% in april. Op een vergelijkbare basis, en met gebruik van de voortschrijdende driejarige inflatie als graadmeter voor de inflatieverwachtingen, ogen de reële rendementen onaantrekkelijk in bijna alle gevallen. Het VK heeft een reëel rendement van -1,3%, in de VS is dat 0,2%. Beide reële rendementen liggen ver onder de percentages van de potentiële economische groei, wat suggereert dat deze obligatiemarkten onaantrekkelijk blijven. De enige twee markten waar de reële rendementen in de buurt van of boven de onderliggende potentiële groeipercentages liggen, zijn Japan met 1,6%, en de eurozone, die 1,4% oplevert in reële termen. Gelet hierop, is het niet verwonderlijk dat aandelen aantrekkelijk ogen ten opzichte van staats- en bedrijfsobligaties. Op basis van ons eigen DDR-proces, bood de S&P 500 een risicopremie van 7,1% bovenop het rendement van Amerikaanse staatsobligaties per eind januari. Dat is 2 standaarddeviaties boven het 30-jarig gemiddelde van 3,0%.

Markten

De medio maart begonnen marktonrust houdt aan, maar is nog niet definitief in iets ergers veranderd. De tot voor kort hoge risicobereidheid is nu gedaald tot neutraal. Dit zowel volgens de Credit Suisse Risk Appetite Index als de American Association of Individual Investors Bull/Bear-serie. De State Street-cijfers voor fondsstromen wijzen op een duidelijk gebrek aan beleggersparticipatie, met nu al 11 maanden achter elkaar een maximale risicoaversie ('Riot point').

De zwakte op de aandelenmarkten werd opnieuw aangewakkerd door de zorgen in de eurozone, en Europese aandelen hebben meer geleden dan aandelen uit andere regio's. De zorgen over de groei van de wereldeconomie lijken nu definitief te worden door de zwakkere Amerikaanse cijfers, die tot nu toe tot optimisme stemden. Hoewel we denken dat de zwakte tijdelijk zal zijn, zal deze nog wel even duren en de komende paar maanden op de markten kunnen drukken.

Positief is echter dat de geldmarkten nauwelijks hebben gereageerd op de meest recente paniek in de eurozone (zie Grafiek van de maand). In dit opzicht hebben de LTRO's in ieder geval de financiële sector geïsoleerd van de crisis, en het risico van een systeemcrisis lijkt nu ver weg. Aandelen ogen ook volgens onze eigen indicatoren niet meer te massaal gekocht, ook al zitten ze nog maar in neutraal terrein, van waaruit een correctie vaak verder kan doorgaan.

We blijven positief over aandelen en bedrijfsobligaties op middellange termijn (de komende 6 tot 18 maanden), maar zijn nog steeds voorzichtig ten aanzien van de kortere termijn (de komende 3 tot 6 maanden), en behouden een neutrale aandelen/obligaties-positie. We blijven de nadruk leggen op bedrijfsobligaties (high yield VS en schuldpapier opkomende markten) en vermijden actieve posities in de staatsobligatiemarkten (afgezien van een tactische onderwogen positie in Japanse staatsobligaties). Onze favoriete aandelenregio's zijn de VS (met een inzet op relatieve waarde in large caps versus small caps), Japan, Hongkong en Canada. We zijn onderwogen in Europa, het VK en Australië, en zijn neutraal in opkomende markten.

Dit document "Maandelijkse beleggingsvooruitblik" is een publicatie die algemene informatie bevat. Het heeft als doel om kennis over te brengen, is bestemd voor het publiek en richt zich op de financiële markten en op de belangrijkste tendensen in de economie. Dit document, dat een illustratief en algemeen karakter heeft, is opgesteld door het team economen van de Global Multi-Asset Group van J.P. Morgan Asset Management en weerspiegelt hun visie op de markten op het moment waarop het document is gedateerd. De opgenomen informatie kan op ieder moment wijzigen. Het gaat in geen geval om een specifiek advies met betrekking tot een individuele situatie. Lezers dienen zich te allen tijde te wenden tot hun gebruikelijke financieel adviseur voor alle op hun situatie afgestemde informatie.

Uitgegeven door JPMorgan Asset Management (Europe) S. à r. l., EBBC, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Groothertogdom van Luxemburg, R.C.S. Luxemburg B27900, maatschappelijk kapitaal EUR 10.000.000. © 2012 J.P. Morgan Asset Management