

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

- De economische activiteit trekt aan in de VS en stabiliseert in Europa, terwijl er in Azië tekenen van vertraging zijn. Het monetaire beleid blijft naar verwachting accommoderend in 2012.
- De aandelenwaarderingen ogen aantrekkelijk ten opzichte van staats- en bedrijfsobligaties, we verwachten dat aandelen dit jaar outperformance laten zien. De obligatiewaarderingen blijven zwak, gezien de reële rendementen.
- Het valt te bezien of het monetaire beleid effectiever wordt in de OESO-landen, maar de kans is nu groter dat centrale banken in opkomende markten hun beleid versoepelen naarmate het jaar vordert. Dat vergroot de kans op een succesvolle herbalancering qua groei.
- We blijven overwogen in aandelen versus obligaties en prefereren de VS, Canada, Japan en opkomende markten in onze gespreide portefeuilles. We zijn neutraal in Europa en onderwogen in het VK en Australië.

Rendementen: veranderingen over december 2011, %

	Aandelen- markten*	Obligaties*	Wissel- koersen+
	0,6	0,8	n.b.
VS	0,9	0,9	1,5
Eurozone	0,8	1,0	-2,6
Japan	-0,1	0,5	1,8
VK	1,3	5,5	0,7
Opk. markten	-0,0	1,3	n.b.
Hongkong	1,8	n.b.	-0,1

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

Beleidsvooruitzichten

De beleidsvooruitzichten blijven omringd door een van de meest sombere marktklimaten. De netto aandelenposities van hedgefonds aan het einde van 2011 waren even laag als in maart 2009, wat suggereert dat de risicobereidheid laag blijft. De voorzitter van de Federal Reserve van New York, Bill Dudley, benadrukte begin januari de noodzaak voor beleidsmakers om de woningmarkt en de beleggingskoersen te ondersteunen. Het belang van welvaart voor het sentiment onder huishoudens en bedrijven blijft cruciaal. In het huidige benarde klimaat en gezien het steeds meer gepolitiseerde debat over inkomen en de verdeling van rijkdom in de maatschappij, ligt verdere ondersteuning van beleidsmakers voor beleggingskoersen moeilijk, omdat degenen die profiteren van de stimulering door centrale banken er dan veelal op vooruit zullen gaan.

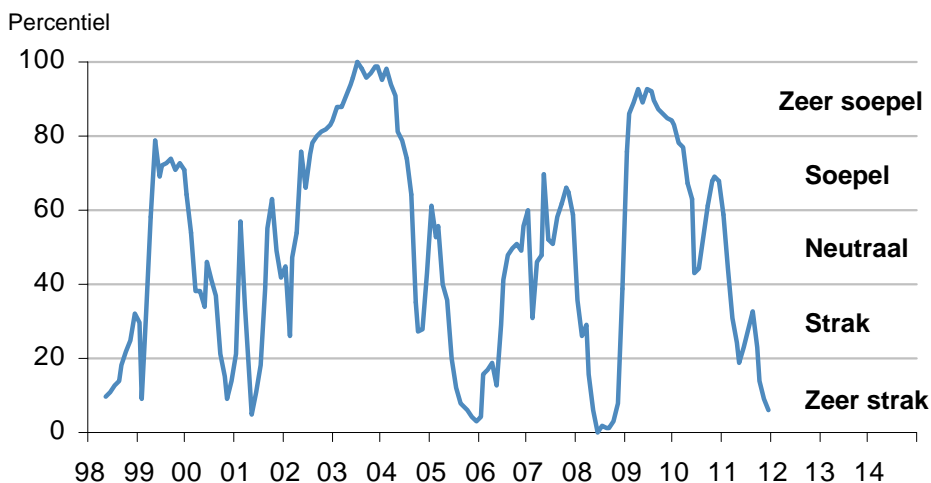
Het klimaat voor het monetaire beleid wordt beïnvloed door de trend naar een strakker begrotingsbeleid in een groot deel van de OESO-landen. Volgens het Internationaal Monetair Fonds is voor slechts twee van de aangesloten

Grafiek van de maand

Onze Grafiek van de maand toont onze monetaire condities-indicator (MCI) voor China. De MCI is samengesteld uit vier gestandaardiseerde variabelen om de richting van het monetaire beleid te helpen peilen. De indicator laat zien dat de monetaire condities zeer restrictief zijn geworden, met tragere geld- en kredietgroei die tegenover negatieve reële rentetarieven staan. Dit suggereert dat een hardere landing mogelijk blijft in China, wat kan leiden tot agressieve versoepeling.

Bronnen: MacData, J.P.Morgan Asset Management Global Multi Asset Group. Cijfers tot december 2011.

Chinese monetaire condities: zorgwekkend strak



Economische verwachtingen**Reëel BBP** **2012** **2013**

VS	2,1	2,5
Europa	-0,2	1,1
Japan	1,7	1,7
VK	0,6	1,8
China	8,5	8,4

Bron: Bloomberg

**Verwachtingen feitelijke inflatie
consumentenprijzen****CPI** **2012** **2013**

VS	2,1	2,2
Europa	1,9	1,8
Japan	-0,3	-0,1
VK	2,6	2,2
China	3,4	3,9

Bron: Bloomberg

**Obligatierendementen (per 30 dec.
2011)**

	2 jr. %	10 jr. %	10-2 jr. bp.
US	0,24	1,88	164
Europe	0,14	1,83	169
Japan	0,14	0,99	85
UK	0,33	1,98	165
China	2,86	3,44	58

Bronnen: Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

Beleidsvooruitzichten (vervolg)

OESO-landen (Finland en België) te verwachten dat die geen cumulatieve onderliggende verkrapping van het begrotingsbeleid zullen zien in de komende vijf jaar. Zo ontstaat een deflatoire achtergrond voor de wereldeconomie, die zal moeten worden verlicht door centrale banken.

De Amerikaanse monetaire condities zijn extreem soepel, volgens onze indicator. Op basis van een reeks van variabelen die de verschillende transmissiekanalen van monetair beleid beoordelen – waaronder de reële rente voor huishoudens en ondernemingen, de rentecurve en de reële wisselkoers, alsook de omvang van de monetaire groei – duidt onze maatstaf erop dat de condities zeer soepel zijn. Dat droeg bij aan nieuwe versnelling in de Amerikaanse economie tegen het einde van 2011. De vraag blijft of de Federal Reserve verdere verruiming zal moeten bieden gedurende het jaar. Onze visie is dat het herstel dat zich nu ontwikkelt medio dit jaar weer kan inzakken, wat al snel kan leiden tot verdere kwantitatieve versoepeling.

De belangrijkste centrale bank in 2012 is waarschijnlijk de Europese Centrale Bank (ECB). Tot nu toe bleef de ECB achterop bij de curve voor wat betreft zijn beleidstimulering in de eurozone. De centrale bank heeft laten zien bereid te zijn om bijna onbeperkte liquiditeit te verschaffen aan het bancaire systeem via herfinancieringsoperaties voor de lange termijn. Maar de ECB heeft ook duidelijk gemaakt de solvabiliteit van het systeem niet te zullen ondersteunen. De beleidsindicator van ons valutateam duidt erop dat er fundamentele ruimte is voor de ECB om de rente snel en agressief te verlagen tot 0,5%. We vermoeden dat dit de belangrijkste monetaire beleidsontwikkeling wordt in 2012.

Er is toegenomen hoop dat de Chinese autoriteiten binnenkort het beleid versoepelen om de vertragende economie te ondersteunen. De People's Bank of China bank verlaagde de reserveverplichtingen tegen het eind van 2011. Dit werd gezien als een beleidsversoepeling, maar in de praktijk was het waarschijnlijk een tegenhanger voor de krimp in de monetaire basis die ontstond door de daling van de deviezenreserves. Terwijl recente toekomstgerichte indicatoren, waaronder de inkoopmanagerindices, enkele tekenen van herstel hebben laten zien, blijft de onderliggende toestand van de economie zwak. Het inflatiepercentage is gedaald van de piek van medio 2011 van 6,5% (jaar-op-jaar gemeten) tot ongeveer 4% nu. Daardoor nemen de argumenten voor verdere beleidsversoepeling toe. Vanuit beleggingsperspectief beschouwd zou massale fiscale versoepeling door de Chinese autoriteiten een flink risico zijn voor voorzichtige beleggers.

Economische vooruitzichten

Er zijn tekenen van een opleving in de voorwaartse indicatoren. De indicatoren van ons valutateam laten een opleving zien van de Amerikaanse economie, terwijl in de eurozone sprake is van stabilisatie. Deze trend is gesignaleerd door onze indicatoren voor de monetaire condities, die hebben aangetoond dat de Amerikaanse monetaire condities zeer soepel waren, terwijl het beleid in de eurozone meer neutraal bleek.

Er is een duidelijke consensus dat de eurozone in een recessie is beland aan het eind van 2011 en in een periode van trage groei zal blijven gedurende ten minste de eerste helft van 2012. Toekomstgerichte indicatoren voor een aantal periferielanden duiden op krimpende activiteit. Er is bewijs van begrotingsproblemen in Spanje, wat kan leiden tot verdere bezuinigingen. Recente cijfers laten zien dat de Duitse economie in een goede vorm steekt. Het IFO-onderzoek van december liet een aanzienlijke sterkere uitkomst zien dan de consensusverwachting, met een versnelling van zowel de component van het zakelijke klimaat als de verwachtingencomponent van het onderzoek.

Valutamarkten (per 30 december 2011)

	\$ koers	REER*	5-jr. gem.
VS		80,9	82,6
Eurozone	1,30	117,7	124,1
Japan	76,91	88,5	79,0
VK	1,55	82,7	85,8
China	6,29	121,3	111,7

*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.	Verskil %
Wereld	11,0	12,7	-13,2
VS	11,8	13,4	-12,1
Eurozone	9,7	11,1	-12,6
Japan	11,7	16,5	-29,0
VK	9,4	10,6	-11,4
Hongkong	13,2	15,7	-15,7
Brazilië	8,7	10,1	-14,1
China	8,5	13,1	-35,0
India	11,8	15,7	-24,6
Rusland	4,7	7,5	-37,0

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

Dividendrendement

	Nu	5-jr. gem.	Cash-rente*
VS	2,2	2,1	0,58
Eurozone	4,5	3,6	1,35
Japan	2,7	1,9	0,34
VK	3,7	3,8	1,08
Hongkong	3,1	2,9	0,38
Brazilië	4,1	3,1	10,91
China	3,2	2,2	5,47
India	1,4	1,1	9,84
Rusland	2,4	1,8	7,13

*3-maands interbancaire rente, uitgezonderd Brazilië, waar de overnightselic rente is gebruikt. Cijfers per 30 december 2011.
Bronnen: Thomson Datastream, MSCI, Bloomberg, J.P. Morgan Asset Management

Economische vooruitzichten (vervolg)

De cijfers over de werkgelegenheid waren beter dan verwacht, duidend op een daling van de werkloosheid, waarbij de werkloosheid daalde tot 6,8% in december. Het was dan ook een verrassing dat de fabrieksorders ineenzakten in november. Deze daalden met 4,8% (maand-op-maand gemeten), flink afwijkend van de verwachtingen. Er zijn tekenen dat de activiteit in andere kernlanden van de eurozone, zoals Nederland, sterk was. Het goede nieuws is dat de inflatie aan een terugtocht is begonnen. De cijfers van de feitelijke inflatie hebben hun piek achter de rug en vertonen een dalende trend in diverse economieën, waaronder de VS, het VK en China. Deels is dit een weerspiegeling van basiseffecten van de grondstoffenprijzen, waar de prijsstijging is verwerkt in het algemene prijsniveau. De onderliggende inflatie blijft beheersbaar, met weinig tekenen dat de georganiseerde arbeid in de OESO-landen aan prijsstellingsvermogen heeft herwonnen, en met een hoge overcapaciteit in de economieën.

Met voorlopige tekenen van een opleving van de economische activiteit en tekenen van een dalende inflatie, lijkt het alsof de wereldeconomie de in een groot deel van 2011 heersende stagflatie aan het verlaten is. Vanuit beleggingsperspectief is een verschuiving naar een regime van dalende inflatie veelal gunstiger voor risicovolle beleggingen. Toch is het te vroeg om met zekerheid het meest waarschijnlijke volgende regime te bepalen, want de opleving van de productie zou best wel eens van korte duur kunnen blijken te zijn. De volgende twee tot drie maanden kunnen daarom volatiel zijn.

Winsten en waarderingen

Wat de markt betreft, blijven de upgrade/downgrade-ratio's zeer zwak, met slechts twee van de vierentwintig markten die wij volgen die een positief winstmomentum kennen (de ratio ligt hierbij boven 1), net als in november. Zeventien landen zagen het winstmomentum verbeteren ten opzichte van november, waarbij zestien van deze zeventien landen een winstmomentum hebben van minder dan 1. Er zijn grote verschillen tussen de markten: Indonesië heeft het hoogste winstmomentum met 1,5, terwijl Polen met 0,04 het laagste heeft, wat betekent dat er tegenover iedere upgrade 25 downgrades staan.

De waarderingen bieden nog steeds ingebouwde steun voor aandelen voor waardebeleggers met een langetermijnfocus, ondanks de huidige moeilijke macro-economische omgeving. De Amerikaanse markt wordt verhandeld tegen een koers/boekwaarde-ratio van 2,0 x. Dat is 30% onder het langjarig gemiddelde. Wat betreft de voorwaartse koers/winst-ratio (K/W) zien we een ratio van 1,8x, ofwel 24% lager dan het langjarig gemiddelde van 15,5x. Europa excl. VK ziet er ook goedkoop uit: de koers/boekwaarde-ratio is 1,3x (39% onder het langjarig gemiddelde van 2,1x), terwijl de voorwaartse K/W-ratio 9,7x bedraagt, ofwel 32% onder het historisch gemiddelde van 14,4x. Deze ratio's staan in contrast met de consensuswinstgroei in 2012 van 9,5% voor de VS en 9,2% voor Europa excl. VK.

De markten voor staatsobligaties hebben een tijdperk zonder groei ingecalculeerd, te oordelen naar de reële rendementen. De tienjaars rendementen van TIPS (Treasury inflation-protected securities) zijn gedaald tot -0,12% in december, komend van -0,02% in november. Op vergelijkbare basis, en met gebruik van het meest recente driejarige inflatiecijfer als indicator voor de inflatieverwachtingen, ogen de reële rendementen onaantrekkelijk in bijna alle gevallen. Het VK heeft een reëel rendement van -1,8%, voor de VS is dat +0,5%. Beide reële rendementen zijn ver onder de potentiële economische groeipercentages. Dat wijst erop dat deze obligatiemarkten onaantrekkelijk zijn. De enige twee markten waar de reële rendementen dicht bij de onderliggende potentiële groeipercentages liggen, zijn Japan (1,8%) en de eurozone (1,6%).

Over de GMAG

De Global Multi-Asset Group is een team van 68 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 59 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)

Het is dus niet verrassend dat aandelen aantrekkelijk ogen versus staats- en bedrijfsobligaties. Op basis van ons eigen waarderingsproces, bood de S&P 500 eind december een risicopremie (ERP) van 7,3% bovenop de rendementen van Amerikaanse staatsobligaties, ofwel 2,2 standaarddeviaties boven het 28-jarige gemiddelde. Desalniettemin zijn wij behoudend op waarderingsgebied, omdat we denken dat de markten in de komende vijf tot tien jaar een hogere ERP nodig hebben. Dit maakt de afgelopen drie decennia wellicht een minder relevante basis voor vergelijking, wat zou betekenen dat meer recente cijfers een betere basis bieden. Als dat zo is, dan zijn de waarderingen niet zo positief.

Markten

Het jaar 2011 bleek een verraderlijk jaar voor de markten te zijn, met verschillende keerpunten op korte termijn. Het was ook een jaar waarin de volatiliteit het nemen van risico pijnlijk maakte, en waarin een klein aantal beleggingsbeslissingen het rendement bepaalde. Een portefeuille die short was in aandelen versus obligaties, short in opkomende versus ontwikkelde aandelenmarkten, en short in financials, maar long in bedrijfsobligaties en AAA-markten voor staatsobligaties, en long in Amerikaanse versus Europese aandelen, zou fraai gepresteerd hebben. Was het maar zo simpel.

De eerste dagen van 2012 hebben geleid tot een terloopse rally, waarbij risicomijdende beleggers worden beproefd door ruimhartige centrale banken en beter macro-economisch nieuws. Desalniettemin zijn wij van mening dat het huidige jaar net zo schokkerig kan worden als 2011, met meerdere wendingen. Tot op zekere hoogte zal de belangrijkste macrobeoordeling bestaan uit de vraag of de fiscale verstrakking in de ontwikkelde wereld zal worden gecompenseerd door soepeler monetair beleid, waarbij economische activiteit door huishoudens of het bedrijfsleven in de plaats treedt van de terughoudende publieke sector. Hierbij komt nog het punt of de toegenomen vraag vanuit opkomende markten elk verlies in de ontwikkelde wereld zal kunnen compenseren. Achteraf gezien betekenden de inflatiezorgen in de opkomende markten dat hun centrale banken het monetaire beleid moesten verstrakken, hetgeen bijdroeg aan een rem op de wereldwijde vraag. Dit gebrek aan herbalancering leidde tot deflatie, wat een verklaring biedt voor de prestaties van de hierboven genoemde beleggingscategorieën.

Het valt te bezien of het monetaire beleid dit jaar effectiever wordt in de OESO-landen, maar de kans is nu groter dat centrale banken in opkomende markten hun beleid versoepelen naarmate het jaar vordert. Dat vergroot de kans op een succesvolle herbalancering qua groei. Over het algemeen verwachten we dat aandelen het beter zullen doen dan obligaties in 2012, maar het kan wederom een hobbelige rit worden.

Binnen onze gespreide portefeuilles blijven we overwogen in aandelen versus obligaties en overwogen in bedrijfsobligaties. We zijn ook overwogen in aandelen uit Amerika, Canada, Japan en de opkomende markten, terwijl we neutraal zijn in Europa excl. VK, en onderwogen in het VK en Australië.

Dit document "Maandelijkse beleggingsvooruitblik" is een publicatie die algemene informatieve 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