

- **Aandelen Europa: optimistisch gedachte-experiment**
- **China: meer tekenen van vertraging**
- **Grafiek van de week: Amerikaanse aandelen ogen te massaal gekocht t.o.v. Europa**

### Veranderingen afgelopen week (4 – 11 mei)

	Aandelenmarkt	10-jr. oblig. (bp.)	Valuta handelsgewogen
VS	-1,1%	-4	0,5%
Eurozone	-0,4%	-7	-0,8%
VK	-1,4%	-3	0,9%
Japan	-4,2%	-4	0,5%
Hongkong	-5,5%	n/a	0,3%

Bron: Bloomberg

### Grafiek van de week

Onze Grafiek van de week toont onze technische overbought/oversold-indicator voor Amerikaanse aandelen versus Europa ex VK. Volgens deze maatstaf zijn Amerikaanse aandelen 1,8 standaarddeviaties te massaal gekocht t.o.v. Europa, maar dit beeld is recent gaan kantelen doordat het eruit ziet dat de rek in de outperformance op begint te raken.

Bronnen: Thomson Datastream, J.P. Morgan Asset Management Global Multi Asset Group

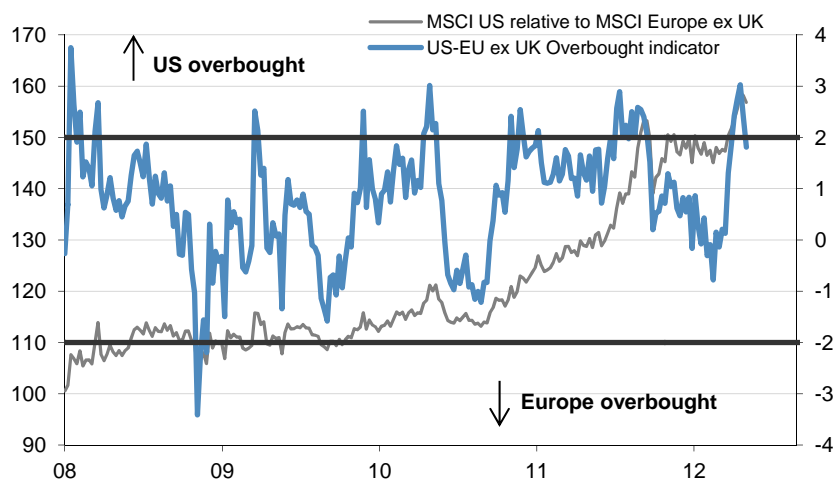
**Europese aandelen: optimistisch gedachte-experiment.** Is de tijd rijp om te gaan overwegen in Europa? De favoriete regionale aandelenpositie van iedere belegger lijkt nu een onderweging in Europa versus de VS te zijn. Ook bij ons is dat zo. Maar juist als het oordeel unaniem is, kan het goed zijn om een gedachte-experiment uit te voeren om de argumenten voor een andere richting te bekijken.

De politieke achtergrond in Europa is verschrikkelijk, met hevige speculaties over een Grieks vertrek uit de eurozone, en toestromen naar veilige havens die de Duitse obligatierente naar nieuwe recordhoogtes op dagelijkse basis opstuwt. Het structurele perspectief op langere termijn voor Europa ziet er nog steeds moeilijk uit, voorzichtig gezegd. Politieke verrassingen kunnen echter twee kanten op gaan, en beter nieuws uit Griekenland of een nieuw reddingsplan zouden kunnen leiden tot outperformance van Europese aandelen. Het goede nieuws van het crisisfront is dat de interbancaire markt onaangetast lijkt te zijn door de zorgen in de eurozone. De LTRO's hebben duidelijk het gewenste effect, en dit lijkt het neerwaartse risico te beperken voor Europese aandelen op de korte termijn.

Een en ander is enigszins te zien aan de relatieve rendementen. Europese aandelen zijn gedaald met ongeveer 8,3% vanaf de top van medio maart, maar liggen nog steeds op een niveau van 1,7% in het jaar tot nu toe. Geen reden voor paniek dus. Toch doen Amerikaanse aandelen het zelfs binnen dit kortetermijnperspectief veel beter, met de S&P 500 die in het jaar tot nu toe 8% hoger staat en een daling kent van slechts 4,6% sinds de top van medio maart. De langere termijn is interessanter: Europa presteert al sinds april 2007 minder dan de VS, onderbroken door slechts een paar opmerkelijke opevingen. De algehele achterstand qua total return bedraagt -28%.

De waarderingen in Europa zijn beter, het is al vaker gezegd. Europa ex VK wordt verhandeld tegen een voorwaartse K/W-ratio van 10,2 x, terwijl de VS op 12,7x staat. Ten opzichte van de eigen geschiedenis, wordt Europa 29% onder het gemiddelde gewaardeerd op dit kengetal, en de VS slechts 18%. Wat betreft koers/boekwaarde wordt Europa verhandeld tegen 1,3x, terwijl het langetermijngemiddelde ligt op 2,1 x (38% minder dus). De Amerikaanse koers/boekwaarde is 2,3x, versus een langetermijngemiddelde van 2,9x (21% minder).

### Aandelen VS ogen te massaal gekocht versus Europa



## Vooruitblik deze week

- **VS.** De feitelijke inflatie van de consumentenprijzen in april is naar schatting 0,1% m/m, wat het jaarlijkse percentage brengt van 2,7% j/j in maart naar 2,4% in april (dinsdag bekend). De kerninflatie (ook dinsdag), bedraagt naar verwachting 2,3% j/j in april. De detailhandelsverkopen matigen vermoedelijk aanzienlijk in april, met een toename van 0,2%, terwijl dit in maart nog 0,8% was (dinsdag). De industriële productie in april is naar schatting gegroeid met 0,5% door stijgingen bij de maakindustrie, de mijnbouw en nutsbedrijven (woensdag bekend).
- **Europa.** De industriële productie in de eurozone (maandag bekend) is naar schatting gestegen met 0,4% m/m in maart, wat het jaarlijkse percentage brengt van -1,5% in februari naar -1,4% j/j. Het ZEW-onderzoek naar het economische sentiment (dinsdag) daalt naar schatting van 23,4 in april tot 19,0 in mei. De ruimte voor verbetering vanaf mei is waarschijnlijk beperkt door nieuwe onzekerheid na de Franse verkiezingen. De reële BBP-cijfers over het eerste kwartaal voor de eurozone laten vermoedelijk een krimp zien van 0,2% k/k, waardoor de jaarlijkse groei zakt van 0,7% naar -0,2% j/j (dinsdag). De feitelijke inflatie in de eurozone over april is naar schatting 2,6% j/j, terwijl de kerninflatie afzwakt van 1,6% naar 1,5% j/j (woensdag).
- **Japan.** De machineorders zijn in maart vermoedelijk gedaald met 3,5% m/m, wat de jaarlijkse verandering brengt van 8,9% j/j naar 4,4% (dinsdag bekend).

Deze publicatie is samengesteld door de Global Multi-Asset Group.

Dus wat zouden de argumenten zijn voor een tactische overweging?

Allereerst zien Amerikaanse aandelen er ten opzichte van Europa veel te massaal gekocht uit (ongeveer 1,8 standaarddeviaties volgens onze maatstaf), en zijn er enkele vroege signalen dat de outperformance uitgeput raakt. Ten tweede is de positionering van beleggers extreem: volgens het meest recente Bank of America Merrill Lynch Fund Manager Survey is netto 32% van de beleggers onderwogen in Europa, ofwel meer dan 1,6 standaarddeviaties dan gebruikelijk. Tegelijk is netto 26% overwogen in de VS (1,6 standaarddeviaties meer dan gemiddeld). Een dergelijk groot voorkeursverschil duidt op het risico van een scherpe en potentieel aanzienlijke ommekeer in de rendementen, *mits daarvoor voldoende katalysatoren zijn*. Ten derde is de winstdynamiek in Europa sterker gestegen dan in de VS (zij het vanuit een slechtere startpositie), wat van oudsher een goede indicator is voor Europese outperformance. Tot nu toe is dit genegeerd door de markten. Ten vierde beginnen de kernindicatoren voor Europa naar boven te kantelen.

Om kort te zijn: waarschijnlijk zullen we onze voorzichtige visie op middellange termijn voor Europa niet veranderen, maar de kansen voor een kortetermijnronde van Europese outperformance nemen toe.

**China: meer tekenen van vertraging.** De Chinese cijfers van vorige week gaven het beeld van een vertragende economie, die niet voldeed aan de verwachtingen van de overoptimistische consensus. De cijfers zijn in lijn met het staartrisiko van een onaangename harde landing voor de exportsector, maar blijven weinig houvast bieden. Het belangrijkste is dat het beleid moet worden versoepeld (en snel), willen de autoriteiten een zeer onaangename neergang vermijden.

De handelscijfers over april vertoonden verdere zwakte van de export en de import, hoewel de cijfers werden beïnvloed door de nasleep van de vakantie rond het Nieuwe Maanjaar, die de handelsstromen verstoorde. Het jaarlijkse tempo van de groei van de export is afgenomen van 18% j/j in februari tot slechts 4,9% in april, zij het dat deze vergelijkingen worden vertekend door de timing van het Chinese Nieuwjaar. Op basis van een driemaands voortschrijdend gemiddelde, is de jaarlijkse groei in april juist wat toegenomen. Dat biedt argumenten aan degenen die geloven dat de Chinese economie wellicht het dieptepunt heeft bereikt in het eerste kwartaal. Verder is het zo dat april in 2012 een werkdag minder heeft dan in 2011, waardoor de gecorrigeerde jaarlijkse groei dichterbij de 10% zou komen.

De grotere zorg was de zwakte van de import, die vlak was in vergelijking met een jaar geleden. Dit is zorgwekkend, want de import van verwerkingsmaterialen en investeringsgoederen was zwakker, wat erop wijst dat de export van verwerkte goederen zou kunnen verzwakken in de komende maanden. Dit roept nieuwe vragen op over de groei in het tweede kwartaal.

Verder waren de cijfers over de activiteit teleurstellend, met de industriële productie, investeringen in vaste activa en de detailhandel die allen achterbleven bij de verwachtingen. De industriële productie daalde van 11,9% j/j tot 9,3%, het laagste groeitempo sinds mei 2009 en ver beneden de verwachtingen. Dit ging gepaard met beter dan verwachte inflatiecijfers, waarbij de consumentenprijzen stegen met 3,4% j/j, terwijl dat in maart nog 3,6% was. De producentenprijsinflatie kwam uit op -0,7% j/j. Hoewel dit het gevolg kan zijn van lagere energiekosten, weerspiegelt dit mogelijk ook de onderliggende vertraging van de activiteit. De monetaire groei is blijven dalen, met de M2-geldgroei die uitkwam op 12,8% j/j, dicht bij de laagste punten in elf jaar tijd. De groei van nieuwe leningen kwam uit op een zwakke CNY 682 miljard, ver verwijderd van het gemiddelde in het eerste kwartaal van CNY 820 miljard. Samen suggereren deze cijfers dat de monetaire voorwaarden zeer krap blijven. Dat duidt erop dat een herstel van de activiteit niet op handen is, tenzij er een wezenlijke beleidsversoepeling plaatsvindt.