

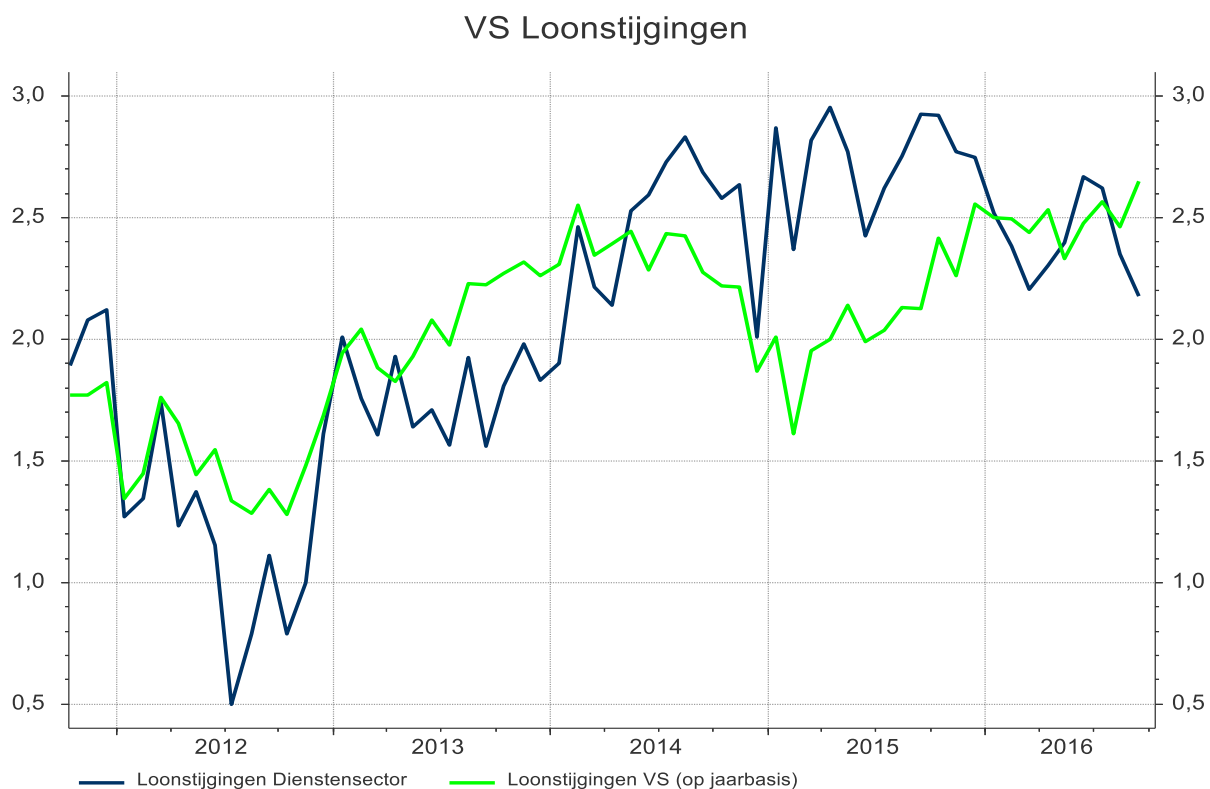


Macro-economische vooruitzichten

Enkele bedenkingen rond de huidige financiële constellatie

De stijging van de Amerikaanse beleidsrente met 25 basispunten die in december van 2015 werd afgekondigd, leek ons louter symbolisch en eerder van aard om de markten te kalmeren. De beurzen daarentegen reageerden uitgesproken negatief uit vrees voor een ontarding van het beleid van de centrale bank. De vrees voor een forse en aanhoudende stijging van het groeiritme van de salarissen Amerikaanse beurzen bleek echter ongegrond waarna, als vanouds, de Amerikaanse beurzen weer nieuwe recordhoogtes gingen opzoeken. De groei van de loonmassa bleef immers beperkt tot aanvaardbare niveaus die de noodzaak voor verdere rentestijgingen uitsloot.

Grafiek 1: Evolutie van de loonmassa, totale economie (groen) en dienstensector (blauw):

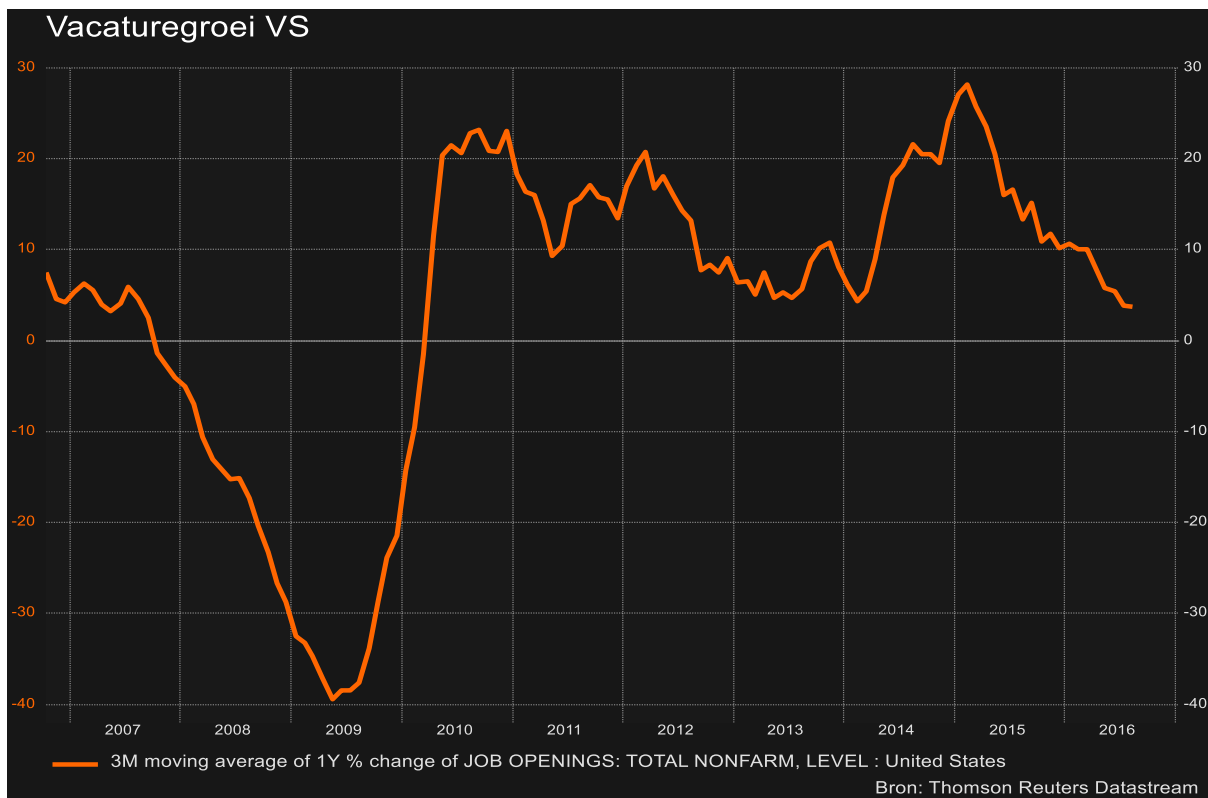




Door de beperkte druk die tot dusver uitging van de werkgelegenheidssituatie in de VS was de noodzaak tot een verdere verhoging van de beleidsrente afgenomen en werd de beslissing daaromtrent steeds verder uitgesteld in de tijd. Ook van de komende vergadering op 2 november wordt niet verwacht dat het FOMC zich geroepen zou voelen om het rentebeleid opwaarts bij te sturen. De vergadering van 14 december lijkt daarentegen wel een consensus (>60%) te bevatten over een opwaartse bijstelling met 25 basispunten. Dit zal opnieuw het doembeeld van de beursbewegingen na de vorige verhoging oproepen maar in principe zou van de financiële markten mogen worden verwacht dat ze zich geen tweede keer aan dezelfde steen stoten.

De ontwikkelingen op het arbeidsfront kunnen echter onverwacht en heftig zijn. We balanceren op de grens van volledige werkgelegenheid waarbij verdere dalingen van de werkloosheid een versnellend effect op de inflatie kunnen hebben. Maar deze werkgelegenheidsstatistieken zijn erg erratisch en problematisch samengesteld zodat men nooit op één gepubliceerd cijfer mag betrouwen om hieruit conclusies te trekken. Het laatst gepubliceerde cijfer lijkt alleszins volledig in lijn met de verwachtingen te liggen. De werkelijke toestand op de Amerikaanse arbeidsmarkt lijkt daarenboven systematisch te rooskleurig te worden voorgesteld. Maar de combinatie van scherpe dalingen in de aanvragen om een werkloosheidsuitkering ('jobless claims'), toenemende werkgelegenheid en een verdere afname van het werkloosheidspercentage kunnen voor een tijdelijke schrikreactie zorgen. Nochtans maken we ons betrekkelijk weinig zorgen op dit vlak op de wat langere periode.

Grafiek 2: Jaarlijkse groei van de vacatures in de VS:





De vacaturegroei (dat is de groei van de banen binnen enkele maanden) blijft immers ondermaats zodat echte spanningen zouden moeten uitblijven. Een verkiezingsoverwinning van Trump zou dit beeld echter (tijdelijk) verstoren. Zijn verkiezingsbelofte bestaat er immers in dat een groot aantal banen die “verloren” gingen aan China, Mexico of Vietnam gerecupereerd zullen worden. In een arbeidsmarkt waarbij het officieel werkloosheidspercentage zich onder het LT-evenwichtsniveau van de FED bevindt, zal dit de inflatieverwachting en dus ook de LT-rente hoger drijven en hiermee uiteindelijk intern meer betrekkingen vernietigen dan er worden gerepatriceerd.

De huidige inflatiecijfers mogen daarenboven niet worden onderschat. Het groeiritme van de gemiddelde prijzen bedraagt nu reeds meer dan 2% wanneer deze worden uitgezuiverd voor voedings- en (vooral) energieprijzen.

Grafiek 3: Kerninflatie (oranje) en algemene inflatie (paars) cijfers in de VS:





De tijdelijke terugval van de ISM-indicatoren, zowel wat betreft de industrie als de eens zo krachtig groeiende dienstensector, bleek de markten in het begin van september te verontrusten. Wellicht bleef de nervositeit nog wat uit dankzij de redenering dat de FED hoe dan ook noch in september, noch in november de beleidsrente zou durven te verhogen, maar de twijfel begon opnieuw te knagen en voorspellingen over een nakende recessie kwamen opnieuw in de schijnwerpers.

Het recente cijfer bevestigt echter onze prognose ten volle en het pad van de Amerikaanse conjunctuur volgt gewoon verder het opwaartse kanaal dat we via onze analyse voor de industrie in de VS hebben uitgegraven.

Grafiek 4: ISM industrie (oranje) en diensten (blauw) in de VS:



Het pad van de langetermijnrente is echter wel degelijk opwaarts gericht, met (licht) toenemende inflatiecijfers, met een olieprijs die zijn evenwicht niveau rond de \$ 50 (alleszins tijdelijk) lijkt te hebben verlaten en met een werkloosheidscijfer dat op de rand van looninflatie lijkt te balanceren is een (lichte) stijging van de Amerikaanse LT-rente niet uitgesloten. Deze renteniveaus zijn immers meegezogen in de trendbeweging van de Europese (en Japanse) rente.



Grafiek 5: Evolutie langetermijnrente in Europa (paars), V.S. (groen) en Duitsland (oranje):



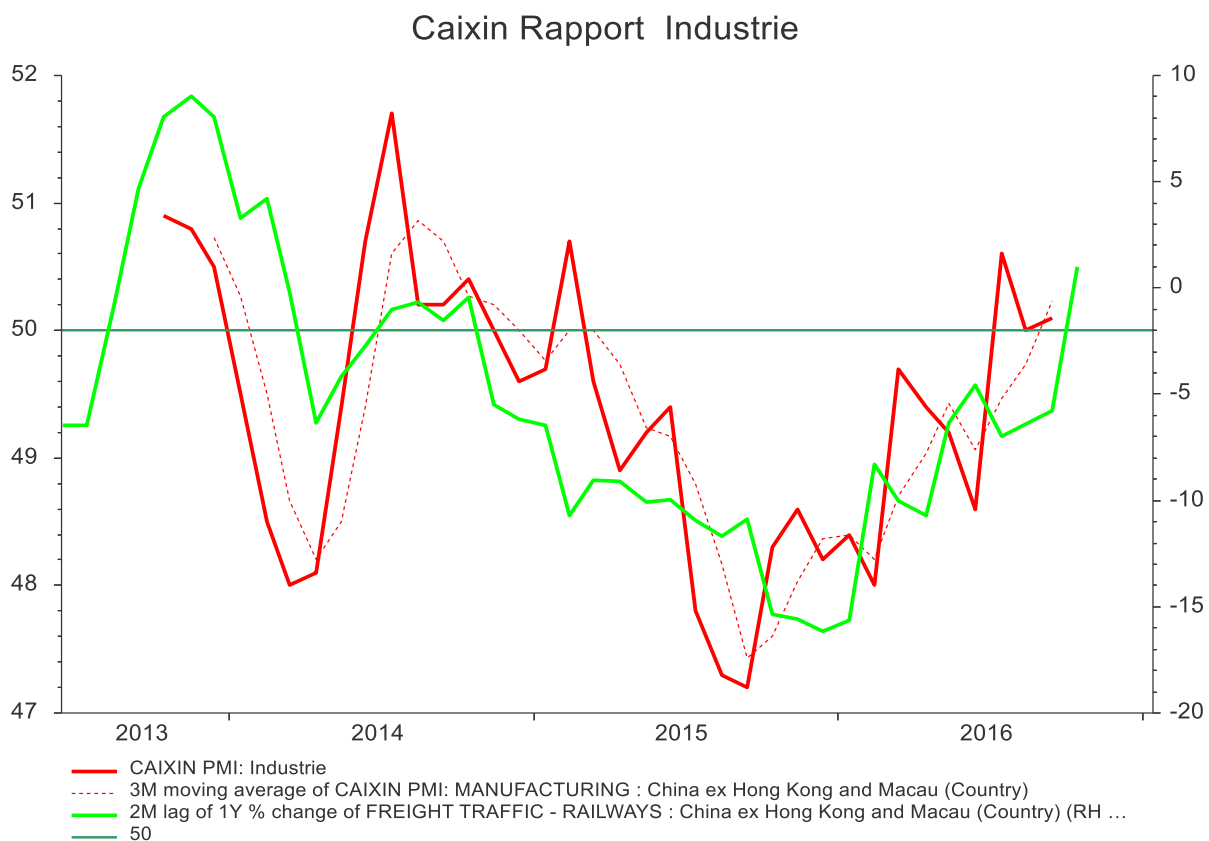
Maar ook in Europa is een licht opwaartse trend zichtbaar nu de ECB-voorzitter er voorzichtig op heeft gehint om de opportuniteit van de extreem negatieve rentesituatie te gaan onderzoeken in het perspectief van de rendabiliteit van de Europese banksector.

China...

Zoals vaker in deze rubriek vermeld, moest de Chinese economie een lager groeipad kiezen om niet, om de welgekende demografische redenen, tegen een muur aan te botsten van arbeidstekorten en opstoten van inflatie. De verhoopde afkoeling van de roodgloeiende Chinese industrie was meer dan terecht en goed voorbereid. Toch sloeg de beleggerskudde in augustus op hol toen de Caixin PMI-indicator deze neerwaartse bijstellingen in zijn prognose verwerkte. Naar goede gewoonte herstelde de situatie relatief snel en klom de PMI-indicator terug naar boven volgens het lagere (maar positieve) groeicijfer dat de Chinese overheid had uitgestippeld.



Grafiek 6 : Evolutie van de Caixin conjunctuurindicator Chinese Industrie:



Bron: Thomson Reuters Datastream

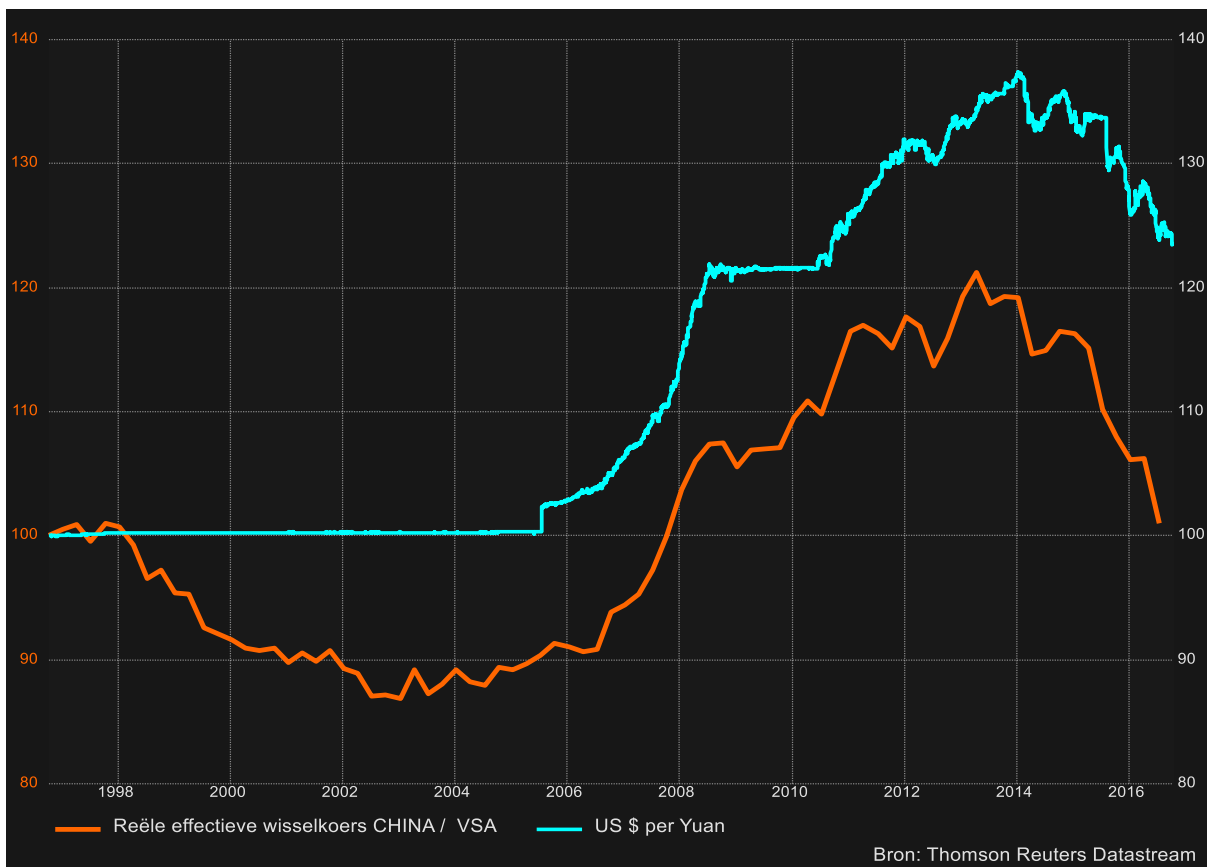
De paniekerige reactie werd medio augustus nog kracht bijgezet door het inzetten van de daling van de yuan-koers ten opzichte van de dollar en de euro. Deze zeer geleidelijke depreciatie mocht eigenlijk niet als een verrassing gekomen zijn. China had immers zijn laatste stappen gezet in het acceptatieproces als reservemunt van het IMF. Eén van de laatste voorwaarden hiertoe betrof de geleidelijke aanpassing van de waarde van de (officieel bepaalde) yuan aan zijn werkelijke waarde op de wisselmarkten.

Deze adaptatie is intussen gebeurd, waarmee tegelijk ook de competitiviteit van China zich heeft hersteld op de niveaus van voor 2008. De sterke waardestijging van de Yuan werd de Chinese overheid destijds nog ingefluisterd als een ideale methode om haar industrie te verplichten zich om te vormen naar hoogkwalitatieve producten met hogere marges, naar Duits model. Maar dat beleid werkte duidelijk niet want het dwarde de Chinese reële effectieve wisselkoers mee naar boven. Of in mensentaal gesteld: de stijging van de nominale wisselkoers werd onvoldoende gecompenseerd door verbeteringen



in de productiviteit waardoor China steeds meer aan competitiviteit verloor en zijn plaats op de wereldmarkten (terecht) bedreigd zag.

Grafiek 7: Yuan-wisselkoers t.o.v. de US dollar en de reële effectieve wisselkoers van China:



De wisselkoersaanpassing was dus volstrekt verantwoord en met veel kennis van zaken geleidelijk doorgevoerd. Geen spoor dus van de paniekerige reactie die de markten destijds vermoedden.

Voor het geval u het gemist zou hebben: de yuan is per 1 oktober opgenomen in het selectieve clubje van reservemunt en kan nu trekkingsrechten gaan gebruiken indien nodig, zijn schuldpositie beter verantwoorden en zijn olie (en andere grondstoffen) in de eigen munt betalen, zodat ook minder dollars, euro's en yens als reserve moeten worden aangehouden.

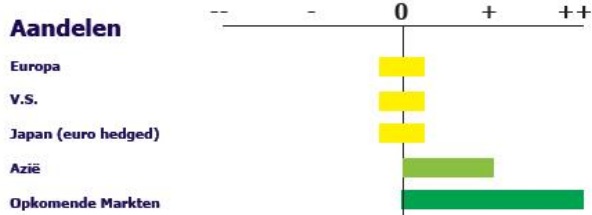
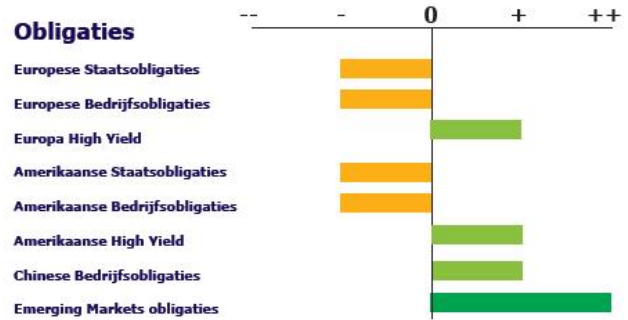


Asset Allocatie



Asset Allocation

Merit Capital | 3 oktober 2016





DISCLAIMER :

“This document and the information contained therein has been prepared solely for information purposes and constitutes a marketing communication. It is directed exclusively at persons who are professional clients and eligible counterparties. This document does not take account of an investor’s personal circumstances, does not contain any offer that is binding under civil law and does not constitute investment advice. Merit Capital NV does not accept any liability for the accuracy, adequacy, or completeness of any information and is not responsible for any errors or omissions or the result obtained from the use of such information. The information in this document has been obtained from sources believed to be reliable. No representation is made that the information contained in this document is accurate or complete. We expressly advise that this document does not constitute a solicitation to purchase or sell fund units. Investment decisions should be based solely on the current sales documents (Key Investor Document, prospectus, annual and semi-annual reports), which contain the applicable Fund Rules. Copies of the sales documents are available free of charge at the relevant custodian bank and sales partners. Sales documents are also available online at www.meritcapital.eu. Prior to any investment decision investors should consult with their personal financial and tax advisor. To the extent that this document refers to tax effects, we draw attention to the fact that the concrete tax repercussions depend on the personal circumstances of the corresponding investor and may change in the future. Investors should note that the products are only available to persons in certain jurisdictions. Any Investor is responsible for satisfying himself that he is subject to no legal restrictions under any relevant laws.”