

MERIT CAPITAL : MACRO-ECONOMISCHE VOORUITZICHTEN 2015

Aangezien ook wij geen “glazen bol” hebben om de financiële en economische toekomst te voorspellen, analyseren wij **drie belangrijke drijfveren voor koersbewegingen , nl.**

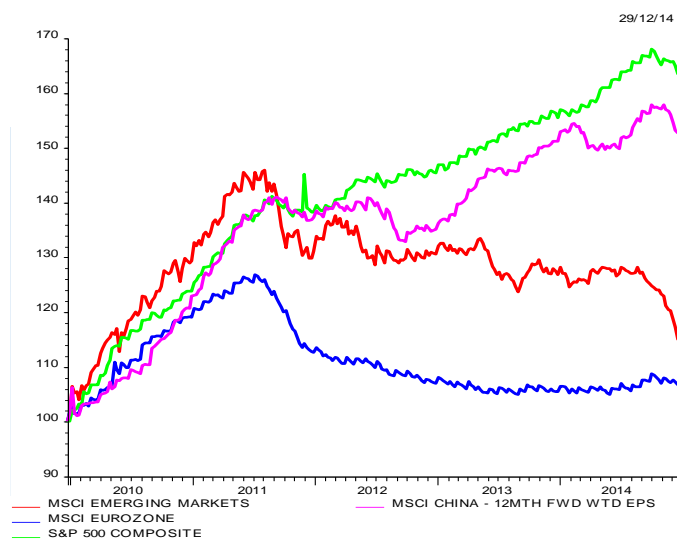
**de verwachte groeivoet van de bedrijfsresultaten,
de rentetarieven
en de risicopremies.**

Dit voor enkele **belangrijke regio’s: de VS, de Eurozone en China.**

Groeivoet van de bedrijfsresultaten

Primordiaal is de verwachte groeivoet van de bedrijfsresultaten. Deze factor is met ruime voorsprong het hoogste in de VS. Het groeitempo van de ondernemingsresultaten in de Amerikaanse bedrijven wordt pas op grote afstand gevolgd door de Europese en de Chinese bedrijfswinsten (waar het momentum zelfs lijkt te dalen).

Grafiek 1: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten in de VS, Eurozone, China en de groeilanden.



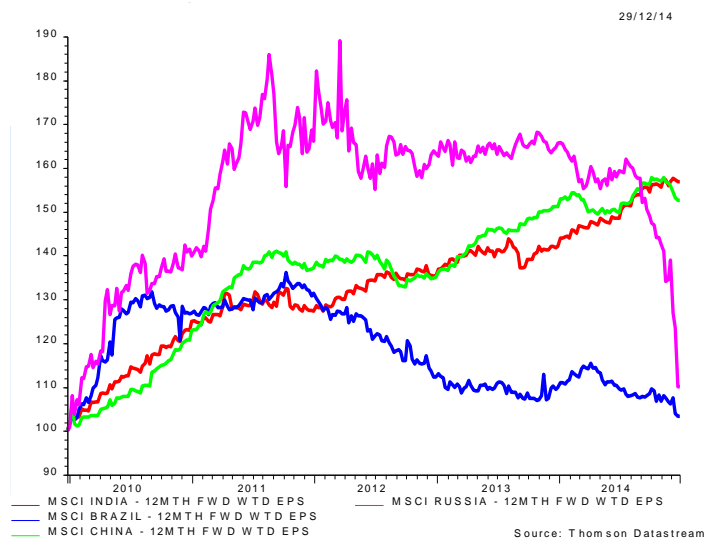
China versus Bric

Het is interessant om de evolutie van de Chinese (verwachte) bedrijfsresultaten in perspectief te brengen met de overige BRIC-landen.

Brazilië en Rusland hebben zeer zwaar te lijden onder de terugval van de grondstoffenprijzen en de oplopende inflatie (omwille van de koersval in de roebel en –zij het in minder mate– de reaal).

India zou echter moeten kunnen profiteren van de lagere grondstoffen en olieprijsen al blijft het land altijd zeer kwetsbaar omwille van haar structureel tekort op de lopende rekening.

Grafiek 2: Evolutie van de verwachte bedrijfsresultaten in de diverse BRIC landen.



Een dergelijke vaststelling over verwachte bedrijfsresultaten is echter onvoldoende als basis om een toekomstige evolutie van aandelenmarkten te voorspellen.

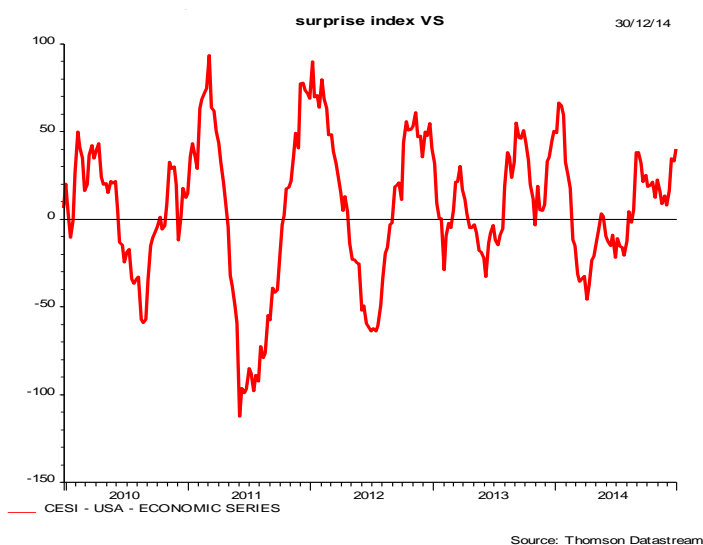
Eenzijds spelen ook de rentetarieven en de risicopremies een rol, maar anderzijds kan men redelijkerwijze ook veronderstellen dat deze vaststellingen omtrent het verwachte groeipad reeds grotendeels in de koersniveaus vertaald zijn. Dit verklaart grotendeels de uitstekende prestaties van de Amerikaanse beurs, zeker in vergelijking met de zwakke resultaten van de Europese markten en de matige ontwikkelingen in China.

Uit grafiek 1 valt echter ook af te leiden dat de consensusverwachting inzake de toekomstige Amerikaanse bedrijfsresultaten recent wat aan kracht lijkt te moeten inboeten. De redenering die bij deze prognose wordt gemaakt houdt in dat de winstmarges van de Amerikaanse bedrijven in de afgelopen jaren reeds een zeer positieve ontwikkeling hebben gekend en dit bij een laag inflatoire omgeving, nog weinig ruimte bieden voor verdere verbetering.

De zeer gunstige evolutie van de ISM-conjunctuurindicator laat ons echter toe om de voorspelling te maken dat de Amerikaanse bedrijfsresultaten nog verder kunnen versnellen, ondanks de recordniveaus waarop ze zich bevinden en ondanks de historisch brede winstmarges. De verdere versnelling inzake ondernemingswinsten moet gerealiseerd worden door de **volumestijgingen** die impliciet vervat zitten in de hogere ISM-cijfers maar nog niet zijn vertaald in hogere groeicijfers van de bedrijfsresultaten.

De recente, zeer sterke BBP-cijfers, vormen reeds een eerste indicatie hiervan, maar de basis van onze positieve visie is vooral geïnspireerd door het feit dat het huidige groeipad van de ondernemingswinsten nog onvoldoende rekening houdt met de voorspelde vooruitgang van de Amerikaanse economie. De evolutie van de surprise-index (waarmee wordt nagegaan of de gepubliceerde economische cijfers beter of slechter zijn dan verwacht) helpt onze visie verder te illustreren.

Grafiek 3: "Surprise-index" Amerikaanse economie



Eurozone

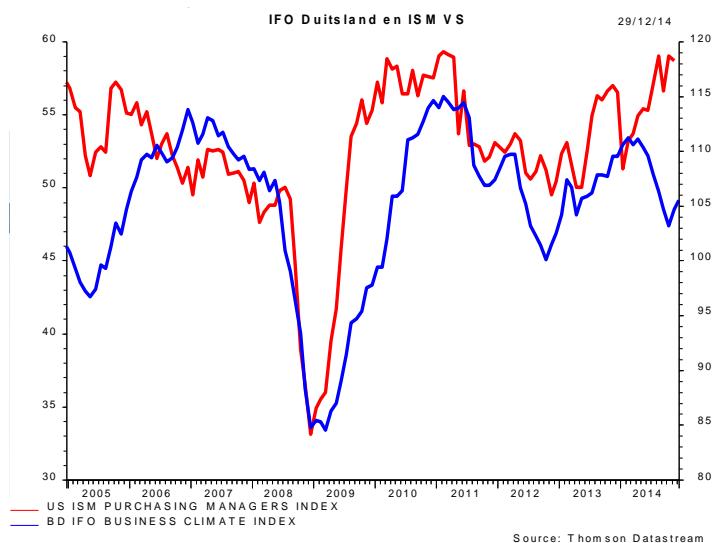
Deze prognose staat overigens in groot contrast met de economische situatie in de Eurozone: rekening houdend met de huidige conjunctuurverwachtingen, lijken de Europese beurskoersen zelfs nog een te optimistische kijk te bieden over de onmiddellijke toekomst.

Op zich zou dit voor ons zelfs volstaan om Europese posities in belangrijke mate te reduceren, zeker in het licht van de instabiele politieke situatie in Griekenland.

Maar dit laatste probleem moet in de context worden gezien van lokale politieke spanningen die op de ultieme datum van de vervroegde verkiezingen hun beslag moeten krijgen maar zich niet noodzakelijk moeten vertalen naar andere Zuid-Europese landen. Griekenland is een volkomen geïsoleerd probleem geworden, waarvan de gevolgen op andere landen in ieder geval beperkt zouden blijven en waarvoor de ECB alle middelen ter beschikking heeft om een eventuele escalatie tijdig af te stoppen. Echter de financiële markten dienen zich daarvan eerst nog te overtuigen, zodat tijdelijke neerwaartse bewegingen, zowel op de aandelen- als obligatiemarkten van Spanje en Italië, niet uitgesloten zijn, ondanks het feit dat Griekenland als een relatief “klein” en geïsoleerd probleem mag worden beschouwd in de Eurozone-context.

Een probleem van meer fundamentele orde betreft echter : de veralgemeende zwakke groei van de economieën van het Oude Continent, waar zelfs de Duitse groeimotor sputtert.

Grafiek 4: Loskoppeling van de Duitse en Amerikaanse economie



De Duitse economie volgde in de afgelopen jaren zeer manifest het groeipad van de efficiënte Amerikaanse conjunctuur. De laatste maanden werd een groeiende divergentie duidelijk. Enerzijds was dit het gevolg van de verdere vertragingen in de Eurozone (de belangrijkste handelspartner van Duitsland) maar ook de ontgoochelende evolutie in China. Deze situatie lijkt zich recentelijk echter wat te keren, deels omwille van de sterkere dollarkoers (waardoor de exportkansen van de Duitse bedrijven terug toenemen) en het herstel van het ondernemingsvertrouwen bij onze Oosterburen.

Hoe dan ook blijven de groei prognoses ook voor de Duitse economie uiterst bescheiden, hetgeen de rentetarieven op een zeer laag peil zal houden. Maar ieder nadeel heeft zijn voordeel: vermits de Duitse industriële machine wat minder vlot draait, kunnen de overige Europese landen gemakkelijker in het spoor blijven, zodat de interne spanningen in de Eurozone terug wat afnemen.

We kunnen niet anders dan ons vragen stellen bij het Europese beleid. De zwakke cocktail van enerzijds monetaire stimulansen en anderzijds besparingen en een weinig oordeelkundig beleid inzake de bancaire omgeving, hebben de economie van de Eurozone verzwakt. De belofte van Mario Draghi om opnieuw een monetaire stimulans aan het werk te zetten (deze keer via de rechtstreekse aankoop van obligaties) geeft aan dat er ergens nog wel hoop is maar dat er vooral nieuwe elementen nodig zijn om de economie aan te zwengelen: het krachtige herstel in de VS verzwakt de koers van de Euro terwijl uit China signalen komen over doortastende maatregelen om de industriële groei aan te zwengelen. Op zich voldoende om de Europese beleggers voldoende hoop te geven om hun Europese aandelenposities niet af te bouwen.

Op het vlak van de korte termijnrente rest er de ECB nog weinig ruimte: de Repo-rente is reeds in de negatieve zone gedrukt, terwijl de voornaamste beleidsrente (de Refi-rente) verregaande druk zet op de interbancaire rentetarieven, in een haast aandoenlijke poging om dergelijke (risicoloze) rentetarieven dusdanig onaantrekkelijk te maken dat banken haast niet anders meer kunnen dan hun terughoudende politiek inzake kredieten aan te passen. Vermits de recente stresstesten van de Europese banken aangaven dat de kapitaalbuffers “stevig” genoeg zijn om meer van dit soort risico’s te absorberen, kan misschien hieruit ook een veel grotere effectiviteit van de ECB politiek op het reële economische front worden verwacht.

De recente monetaire inspanningen van de ECB werden grotendeels geneutraliseerd door de opgelegde (en noodzakelijke) budgettaire besparingen en daarnaast de ondoelmatige Bazel III normen, waardoor de kredietvorming (vooral aan KMO’s) ernstig werd beperkt.

Maar naast de dollarstijging en de verhoopte Chinese economische maatregelen, vormt vooral de daling van de olieprijs een belangrijke stimulans, temeer omdat dit lage prijsniveau wel eens voor een langere periode zou volgehouden kunnen worden. Het is de Saoedi’s immers duidelijk menens met hun frontale aanval op de Amerikaanse schaliegasvelden. Een scherpe prijsdaling (onder de 60 \$ per vat) zou een belangrijk deel van de exploitatie van schaliegas onrendabel moeten maken. Indien nodig willen de Arabische oliesjeiks de prijs van petroleum laten zakken naar het niveau waar het enkel voor hen nog rendabel zal zijn om olie op te pompen.

We gaan ervan uit dat Saoedi-Arabië goed heeft nagedacht bij deze tactische zet. In ieder geval biedt het aan de VS een kans om haar eigen vijanden Rusland en Iran economisch sterk te verzwakken (en deze laatste is dan weer vijand nummer 1 van de aanstokers van de olieprijsdaling).

Chinese beurs

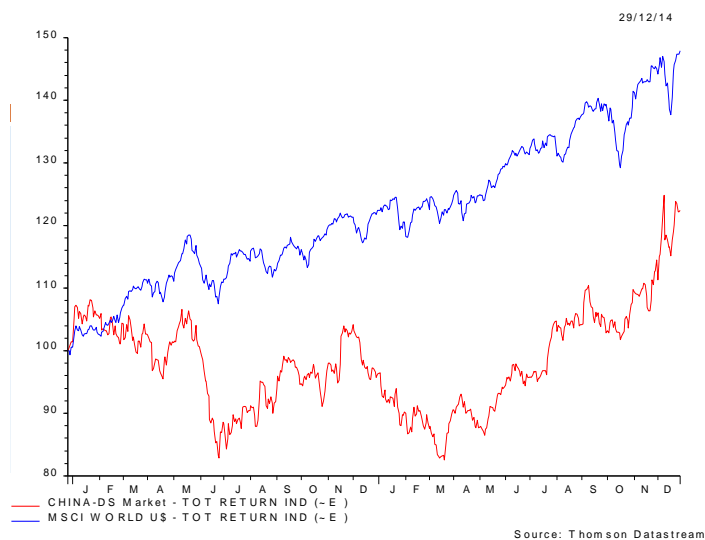
Intussen levert de Chinese beurs een meer dan opvallende prestatie. De recente en onverwachte rentedaling heeft terug de hoop aangewakkerd dat het de Chinese monetaire overheid deze keer menens zou zijn met de stimulering van haar industrie. Wij blijven echter de nodige reserves hebben bij deze ontwikkeling.

De rentedaling was immers bescheiden (en enkel bedoeld om de koers van de Yuan tegen Yen af te zwakken) terwijl de reserveverplichtingen van de banken op een hoog peil blijven staan. Daardoor zijn banken nog steeds niet in staat om meer kredieten te geven (het tarief van deze leningen is minder relevant dan de volumes die kunnen worden versterkt).

De interbancaire tarieven stijgen daardoor boven het (gedaalde) officiële tarief, zodat de positieve impact van de rentedaling op de economie zelfs volledig wordt geneutraliseerd. Maar misschien is dit slechts een traditioneel eindejaarfenomeen, zoals we dat ook bij Westerse banken aantreffen, waarbij het altijd wat moeilijk blijkt om zich in december te financieren op de interbancaire markten met looptijden die over het jaareinde lopen.

Internationale waarnemers blijven echter overtuigd van het feit dat de Chinese overheid momenteel aan doortastende maatregelen werkt om de Chinese industrie terug op een hoger groeipad moeten brengen. Aandelenbeurzen zouden hierop moeten anticiperen, zeker in een context waar de Chinese aandelen al langer dan twee jaar achterblijven op de wereldindex.

Grafiek 5: Evolutie van de Chinese aandelenindex (in €) en de Wereldindex (in €)



Vooruitzichten rentetarieven

De Europese LT rente biedt weinig opwaarts potentieel, behoudens een (tijdelijk) sterker dan verwachte impact van de Griekse verkiezingen (en de gevolgen daarvan). Hierdoor zouden de rentetarieven in Spanje en Italië tijdelijk hogere niveaus kunnen gaan opzoeken, terwijl Duitsland met zijn lange termijnrente tegen de nullijn zal komen (flight to quality). Maar zonder Griekse escalatie kan de Europese rente enkel wat opwaarts worden getild wanneer in de VS de LT rente sterker dan verwacht zou stijgen. Een klim van de Amerikaanse rente behoort zeker tot die scenario's waaraan waarnemers de meeste kans toedichten. Maar hiervoor moet eerst de inflatie toenemen en moet er sprake zijn van toenemende loonspanningen op de arbeidsmarkt, hetgeen vooralsnog niet het geval is.

Vooruitzichten risicopremies

De risicopremies vormen een complexer probleem: in de VS is de vereiste premie voor het nemen van risico in belangrijke mate afgenomen. Dit betekent dat er minder gevaar wordt gezien in dit type van belegging.

Het goede nieuws is dat een dergelijke afname van de risicopremie de aandelenkoersen (mee) heeft doen opveren. Het minder goede nieuws is dat hierdoor ook risicobuffers zijn afgebouwd en er vandaar in de toekomst minder compensatie kan worden geboden voor het genomen risico. Dit is echter vooral het geval in de VS en minder in Europa.

Conclusies:

De belangrijkste economische gevaarzones zijn hiermee in kaart gebracht:

- Een escalatie van het Eurozone-risico: we geven hieraan momenteel een beperkte kans.
- Een significante stijging van de Amerikaanse rente: niet onrealistisch op langere termijn, maar momenteel is er geen gevaar door de lage inflatie(vooruitzichten).
- China: het verder uitstellen van stimulerende maatregelen waardoor de industriële groei verder wegglijdt. Hieraan geven we wel een realistische kans.

Over de kans op nieuwe geopolitieke incidenten (Russische militaire escalaties, Moslim fundamentalistische wraakacties, opflakkeren van het Israëliisch-Palestijns geweld) en milieurampen (Tsunami's, aardbevingen en opwarming aarde) spreken we ons liever niet uit...

Geografisch leidt dit tot volgende conclusies:

Europa: beperkt positief

Bedrijfswinsten: beperkte kans op stijging

LT rente: zeer laag voor de kern van Europa

Risicopremies: ruim dalingspotentieel

VS: overwegend positief

Bedrijfswinsten: kans op verdere stijging, deels geanticipeerd

LT rente: hogere kans op rentestijging, maar nog geen onmiddellijk gevaar

Risicopremies: beperkt maar realistisch dalingspotentieel

China: overwegend positief

Bedrijfswinsten: kans op verdere stijging, maar nog niet geanticipeerd

LT rente: Toenemende kans op rentedaling

Risicopremies: beperkt dalingspotentieel