

Macro-economische visie

Merit Capital

Januari 2018



MERIT CAPITAL

Fortunately.



MERIT CAPITAL

Fortunately.

Macro-economische visie



Terugblik 2017

We kunnen er niet omheen dat 2017 een echt boerenjaar was voor de aandelenmarkten. In de VS stelden de verschillende beursindices het hele jaar door het ene record na het andere scherper. De Dow Jones-index boekte 70 records en sloopte de magische grens van 25.000 punten net niet (wat wel begin 2018 gebeurde). De technologiebeurs Nasdaq ging er maar liefst 25% op vooruit, vooral de grote technologie-reuzen zoals Facebook, Alphabet en Amazon voedden de trend.



Ook de Europese beurzen (+/-15% in EUR) lieten zich niet onbetuigd maar van nieuwe records was geen sprake. De pre-crisis niveaus komen wel steeds meer in zicht. In Europa bleven de markten naar het jaareinde toe wel wat achter door de opvallend sterke euro die de exporteurs wat parten speelde. De verdere economische opklaring in Europa en de relatieve rust op politiek vlak gaven de eenheidsmunt praktisch het hele jaar vleugels. De euro liet tegenover de dollar de sterkste stijging (+13%) in 10 jaar optekenen.

Opvallend was dat de volatiliteit zich op historisch lage niveaus nestelde en er in 2017 nauwelijks verliesdagen van meer dan 2% te noteren vielen.

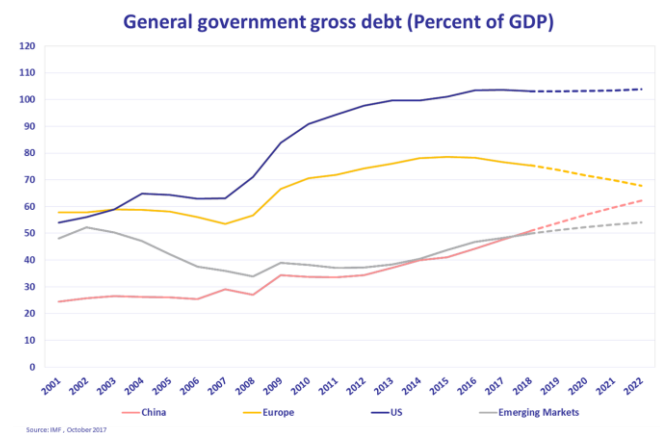
Verschiedende redenen lagen aan de basis van de ontembare beursopmars in 2017. Het aanhoudende soepele monetaire beleid van centrale banken wereldwijd vormde de basis. Hierdoor werd voor een overvloed aan liquide middelen gezorgd met als gevolg een lage rente waardoor risicovollere activa volop in de gratie vielen.

De centrale banken konden de teugels blijven vieren omdat er nauwelijks sprake was van enige inflatietoename. Hierdoor bleven ook de rentevoeten op lange termijn bijna overal onder controle en zakten ze in sommige zones zelfs verder weg waardoor de obligatiemarkten ook een behoorlijk goed 2017 kenden, tegen alle verwachtingen in.

Dat de economische groei wereldwijd in een stroomversnelling kwam, was de tweede belangrijke steunfactor. In de eerste negen maanden van 2017 groeiden maar liefst 192 landen in BBP en slechts 6 deden dat niet: van een 'gecoördineerde' groeibeweging gesproken! Dergelijke gunstige macro-omstandigheden waren goed voor het bedrijfsleven waardoor veel ondernemingen hun winstgroei konden opkrikken.

Wat brengt 2018?

We kunnen stellen dat de omgevingsfactoren bij aanvang van 2018 zeer gunstig ogen. De wereldwijde economische expansie zal waarschijnlijk nog even verder aanhouden. Naar verwachting zal het BBP in zowat alle grotere economieën groeien, maar er komt wel minder ruimte voor verdere positieve verrassingen en opwaarts potentieel. De overheidsschuld tegenover het BBP valt ondertussen overal terug en zal in Europa gemiddeld zelfs onder 90% terugvallen.



De opwaartse cyclus in de VS lijkt stilaan in een later stadium te belanden en kan wellicht als laat cyclisch worden bestempeld. Europa en de opkomende landen daarentegen liggen in cyclus nog minstens 2 jaar achter. Ze hebben dus nog ruimte om de solide groei aan te houden. Voorts zorgt een hernieuwde dynamiek in de globalisering voor een economie van communicerende vaten : de groei in de ene regio loopt over naar de andere en evolueert zo naar een gecoördineerde groeibeweging.

Opvallend in dit hele groeiverhaal is dat de productiviteitsverhoging enigszins uitblijft. Deze kan zich in 2018 wel gaan concretiseren gezien de groei van de bedrijfsinvesteringen en de wereldwijde handel opnieuw in een stroomversnelling zitten. In Europa zullen hervormingen in Frankrijk en het VK alvast een handje helpen. Brexit van zijn kant lijkt de Europese economische integratie dan weer



MERIT CAPITAL
Fortunately.

Macro-economische visie



nieuw leven in te blazen. We verwachten daarnaast ook een nieuwe fusie- en overnamegolf in verschillende sectoren.

De werkloosheid bevindt zich op een historisch dieptepunt in de grote economieën zoals de VS, Japan en Duitsland terwijl opvallend genoeg de lonen nog niet stijgen. In heel Europa is de werkloosheid al drie jaar op rij aan het verbeteren hoewel het werkloosheidspercentage van 9% zich nog steeds boven het pre-crisisniveau bevindt. In de VS is de werkgelegenheid aanzienlijk hersteld waardoor de lonen wel eens kunnen stijgen in 2018. De Amerikaanse inflatie zou dus kunnen aantrekken, hoewel de verdere globalisering van de economie nog altijd op de prijsontwaarding weegt.



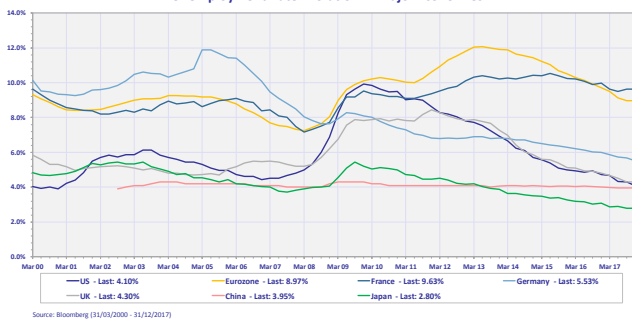
Daarnaast is het mogelijk dat de volatiliteit, die zich op een historisch laag niveau heeft genesteld, een opstoot zou kunnen krijgen. De beuronrust kan toenemen als blijkt dat centrale banken hun beleid sneller moeten verstrakken dan gepland.

Op de obligatiemarkten is het moeilijk zoeken naar papier waar het risico nog voldoende vergoed wordt. Overheidsobligaties vergoeden te weinig voor het inflatierisico terwijl de rentecurve te vlak is in zowat alle regio's.

President Trump werpt zich regelmatig op als stoorzender met zijn 'America First' belofte. En dan zijn er ook nog potentiële geopolitieke risico's zoals het conflict tussen de VS en Noord-Korea. Ook Iran en/of Saudi-Arabië zijn potentiële broeihaarden.

We volgen ook China op waar de vraag rijst of de herstructurering van de torenhoge bedrijfsschulden van een leien dakje zal lopen. En een sterke (door ons niet verwachte) opmars van de dollar zou dan weer de opkomende landen hard kunnen treffen.

Unemployment Rate Evolution in Major Economies

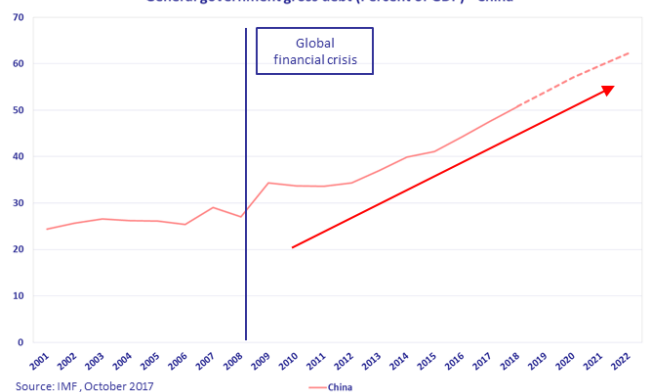


Ook in 2018 zullen de grootste centrale banken hun stempel blijven drukken ondanks de divergentie in hun beleid. Al bij al moeten we geen te abrupte verandering verwachten. De Fed zal wellicht voorzichtig en gradueel te werk gaan (2 à 4 verhogingen van telkens 25 basispunten) in 2018, terwijl de ECB en de Bank of Japan hun markt zullen blijven ondersteunen met aankopen. Ook de Chinese centrale bank zal groei blijven voorstellen (en waar nodig ondersteunen). Naar eind 2018 zal de ECB het inkoopprogramma wellicht geleidelijk afbouwen.

Wat is de tegenwind?

We zijn evenwel niet blind voor de risico's die ontegensprekelijk aanwezig zijn. Zo bestaat de kans dat de economische groei plots door toedoen van uiteenlopende oorzaken vertraagt. De output gap van sommige G7-landen zoals de VS en Canada is vandaag gesloten waardoor opwaarts potentieel ontbreekt. In Europa blijft Italië kwetsbaar door de zwakke groei en de mogelijke onbestuurbaarheid na de verkiezingen in maart. De olieprijs zit daarenboven in de lift (+15% in 2017). Dit kan een negatieve impact hebben op de bedrijfswinsten en kan de inflatie aanwakkeren.

General government gross debt (Percent of GDP) - China





MERIT CAPITAL

Fortunately.

Macro-economische visie



Strategie

Overzicht

Momenteel blijven we optimistisch voor Amerikaanse aandelen (in USD-termen) maar in functie van de omstandigheden zullen we het risico afbouwen.

Gestuwd door sterke economische groei blijven we positief gestemd voor Europese en Japanse aandelen.

We handhaven ons optimisme over opkomende markten omwille van de solide onderliggende groei.

Activa allocatie					
Aandelen	Dec-17				
	Jan-18				
Obligaties	Dec-17				
	Jan-18				
Grondstoffen	Dec-17				
	Jan-18				
Cash	Dec-17				
	Jan-18				
Absoluut rendement	Dec-17				
	Jan-18				

We verwachten dat aandelen de meest aantrekkelijke activaklasse blijft voor 2018. We staan vooral positief tegenover regio's met potentieel waar de conjunctuur en de prijs nog voldoende opwaarts gericht hebben. We rekenen daartoe Europa, de opkomende markten en Japan.

We houden er, zoals eerder aangegeven, rekening mee dat er een stevige productiviteitsgroei komt. Dit fenomeen tekent zich altijd op het eind van een herstelcyclus af. Die productiviteitstoename zal de bedrijfswinsten een stevige boost geven en de beurskoersen ondersteunen. De waardering op de verschillende markten is aanvaardbaar en zeker niet overdreven. Amerikaanse aandelen vormen een uitzondering en zijn vanuit een historisch perspectief wel eerder duur, mede door de sterke opmars van de technologiesector.

We zien echter geen reden om vandaag risicovolle activa de rug toe te keren en neigen zeker niet in de richting van cash of overheidsobligaties. Het is dan ook duidelijk dat onze voorkeur naar aandelen gaat tegenover bedrijfs- en overheidsobligaties.

Wat de euro betreft verkiezen we om neutraal te blijven, hoewel een verzwakking niet uit te sluiten valt.

We behouden onze voorzichtige houding tegenover grondstoffen. We denken nog steeds dat de recente rally in industriële grondstoffen zal kalmeren. De kans bestaat dat de olieprijs terugvalt naar 50 à 60 USD indien het aanbod opnieuw aantrekt.

Voor beleggingen die absoluut rendement nastreven verandert er niets. We behouden onze positieve visie. Ze hebben onze voorkeur boven cash en overheidsobligaties.

Aandelen

Aandelen					
Europa	Dec-17				
	Jan-18				
VS	Dec-17				
	Jan-18				
Emerging Markets	Dec-17				
	Jan-18				
Azië	Dec-17				
	Jan-18				
Japan	Dec-17				
	Jan-18				

De Amerikaanse aandelenmarkt trok op het einde van het jaar nog een spurtje. De S&P 500 dikte in december enkele procenten aan en ging het jaar uit met enkele recordniveaus.

Hoewel de Amerikaanse economie zich in een laat-cyclische fase bevindt, zijn er geen tekenen dat ze reeds volledig matuur is. Macro-indicatoren inzake werkgelegenheid, huizenmarkt, vertrouwen en bedrijfsactiviteit blijven het uitstekend doen. De leidende indicatoren geven bovendien aan dat deze trend in de eerste helft van 2018 wel eens kan aanhouden. Het groeimomentum blijft dus intact.

Deze positieve economische trend is niet zonder risico's. De daling van de werkloosheid versnelt en binnenkort kan de werkloosheidsgraad onder de 4% duiken : een zo goed als volledige tewerkstelling. Dit kan voor krapte op de arbeidsmarkt zorgen, de inflatie aanwakkeren en uiteindelijk de Federal Reserve veel sneller dan verwacht de rente doen verhogen.

Een plotse stijging van de inflatie en een veel abruptere monetaire verstrakking dan vooropgesteld zijn duidelijk risico's voor de markten. Het is trouwens al heel lang geleden dat er nog een marktcorrectie plaatsvond.



MERIT CAPITAL

Fortunately.

Macro-economische visie



De waardering van de Amerikaanse markten ligt daarenboven op een hoog niveau. De gemiddelde koers-winstverhouding voor de S&P500 ligt op 23. Dit terwijl het historische gemiddelde (17,2) daar flink onder ligt. De hoge waardering wordt wel scheef getrokken door de technologie-reuzen die hoge toppen scheren. Zonder die technologiebedrijven oogt de waardering minder verontrustend.

Country	CAPE ratio
Emerging Asia-Pacific	17.9
Emerging Markets	16.5
Developed Markets	24.3
World AC	23.2
BRIC	14.9
Emerging Europe	8.9
Developed Europe	18.6
US	29.0
UK	15.7

Source: Star Capital, data as of 30.09.2017

We zijn positief voor **Europese aandelen** omwille van de sterke macro-economische data, de soepele monetaire politiek, een gunstige evolutie van de bedrijfswinsten, een sterke vraag uit Azië en de opkomende markten in het algemeen, de nog steeds aantrekkelijke waarderingen en een correcte risicopremie.

De leidende macro-economische indicatoren bevestigen de positieve vooruitzichten voor 2018. Cijfers over het consumenten- en ondernemersvertrouwen, de export en werkgelegenheid zijn allemaal positief. Voor volgend jaar rekenen we op een BBP-groei van 2,3% tegenover 2,4% voor 2017. Voor 2019 zijn we iets voorzichtiger (1,9%).

Daarenboven zal het soepele monetaire beleid van de ECB waarschijnlijk minstens tot einde 2018 behouden blijven, een extra ondersteunende factor. Toch wordt het uitkijken naar 14 juni 2018 wanneer de ECB meer info zal verstrekken over het monetaire normalisatieproces.

Ten slotte is de gemiddelde waardering van Europese aandelen niet excessief.

Politieke risico's in de eurozone zullen in 2018 eerder beperkt blijven. Al zijn er wel enkele factoren waarmee rekening dient worden gehouden. Het gefragmenteerde politieke landschap in Italië en de onderhandelingen rond de Brexit kunnen mogelijk voor problemen zorgen.

Japane aandelen (in JPY) blijven interessant dankzij het economische herstelbeleid en de aanvaardbare waarderingen.

Zelfs al wordt verwacht dat de Japanse economie zal vertragen, geloven we dat Japanse aandelen in 2018 verder kunnen stijgen. De export moet de belangrijkste motor voor de Japanse groei in 2018 vormen. De bedrijfswinsten moeten dan sterk blijven.

We denken voorts dat het monetaire beleid van de Bank of Japan een ondersteunende rol kan blijven spelen en aandelen op korte termijn zal ondersteunen. De inflatie zien we aantrekken tot 1% in 2018 maar dit cijfer is nog steeds ver onder de 2%-doelstelling.

Opgelet : aangezien de centrale bank wellicht heel 2018 'on hold' zal blijven en beleggingen in USD in vergelijking aantrekkelijker worden, houden we rekening met een mogelijke daling van de JPY tegenover de USD. Ten slotte blijft de overheidsschuld wel op een zeer hoog en verontrustend niveau.

Voor 2018 verwachten we dat risicovolle activa en dan vooral aandelen uit **opkomende markten** opnieuw in de gratie van beleggers zullen vallen.

De macro-economische context is er zeer gunstig en de groeivoorzichten hebben er in jaren niet zo goed uitgezien. Deze elementen kunnen de stierenmarkt in 2018 verder ondersteunen. Net als de verdere toename van de winstgroei, die hoger kan liggen dan in de ontwikkelde markten terwijl de gemiddelde waardering ook relatief goedkoper is.

Enige minpunt is dat politieke risico's altijd om de hoek gluren. Dan denken we vooral aan de crisis rond Noord-Korea en het Trump-beleid van 'America First'.



Tot slot bevestigen we onze positieve visie op **de Chinese economie** gezien de solide groeicijfers. We verwachten een groei van 6,5% in 2018 en 6,2% in 2019. De aanhoudende verbetering van de bedrijfswinsten, de financiële risico-afbouw, de lopende economische transformatie en sterkere consumptie- en dienstensector zorgen voor positieve groei-impulsen. Daarenboven verwachten we dat Chinese export verder zal groeien.



MERIT CAPITAL
Fortunately.

Macro-economische visie



De hoge schuldgraad van de Chinese bedrijfswereld blijft wel één van de grootste uitdagingen in het land. De Chinese autoriteiten zijn zich bewust van deze problematiek en proberen het tij te keren door o.a. bedrijven aan te moedigen het eigen vermogen op te krikken. Voor een plotse daling van de investeringen vrezen we niet echt aangezien de centrale leiders er alles aan doen om investeringen te stimuleren.

Obligaties

Overzicht

Amerikaanse obligaties: neutraal tot negatief. Voorkeur voor investment grade. Negatief tegenover staatspapier.

Positief voor Europese bedrijfsobligaties, voorzichtigheid geboden met hoogrentend papier (selectiviteit vereist). Onderweging voor Europees staatsobligaties.

Obligaties		-	+
Europese staatsobligaties	Dec-17		
	Jan-18		
Europese bedrijfsobligaties	Dec-17		
	Jan-18		
Europese hoogrentende obligaties	Dec-17		
	Jan-18		
Amerikaanse staatsobligaties	Dec-17		
	Jan-18		
Amerikaanse bedrijfsobligaties	Dec-17		
	Jan-18		
Amerikaanse hoogrentende obligaties	Dec-17		
	Jan-18		

Tegenover **Amerikaanse obligaties** (in USD-termen) blijven we neutraal tot negatief. Papier van goede kwaliteit (investment grade) blijft onze voorkeur wegdragen.

We rekenen nog steeds op 2 tot 4 renteverhogingen van 25 basispunten in 2018. Op het einde van het jaar zou de leidende rentevoet zich in een bandbreedte van 2,25% - 2,50% moeten bevinden.

De stijgende rente zal overheidsobligaties wellicht negatief beïnvloeden. Obligaties zouden onder druk kunnen komen als de markt een hogere risicopremie voor langlopend papier zou vragen uit vrees voor een hogere inflatie. Vandaar dat we dit segment blijven mijden.

Ondanks de maturiteit van de huidige kredietcyclus bieden bedrijfsobligaties binnen het vastrentende segment nog altijd de beste vooruitzichten. Maar de lage risicopremie beperkt het opwaarts potentieel. Onze voorkeur gaat uit naar kortere looptijden.

Het rendement op hoogrentend papier ligt veel te laag en vergoedt te weinig het extra risico. We rekenen wel niet meteen op een sterke stijging van het aantal wanbetalers.

Wat **Europese obligaties** betreft, blijven we positief tegenover bedrijfsobligaties. Overheidsobligaties zijn te mijden met uitzondering van selectieve inflatiegelinkte obligaties die een interessante diversificatie vormen en een indekking tegen mogelijke inflatie.

De normalisatie van het ECB-beleid zal op lange termijn wellicht in renteverhogingen resulteren. We verwachten evenwel geen abrupte stijging. De ECB zal waarschijnlijk minstens tot september 2018 het soepele beleid aanhouden.





MERIT CAPITAL
Fortunately.

Macro-economische visie



Overheidspapier van Spanje en Portugal kan een positieve impuls krijgen gezien de verwachte ratingverhoging in januari of februari. Italiaanse obligaties blijven we mijden omwille van de komende verkiezingen.

Onze voorkeur gaat naar Europese bedrijfsobligaties van goede kwaliteit. De macro-economische omgeving en de stevige winstverwachtingen zullen dit marktsegment blijven ondersteunen, net als de lage rente-omgeving trouwens.

Wij zijn uiterst selectief wat Europese 'high yield' obligaties betreft want ook hier is er bijzonder weinig premie te rapen. Een dergelijke belegging is enkel te overwegen met gespecialiseerde beheerders.

Inflatiegelinkte obligaties kunnen voor een interessante diversificatie zorgen. De verbeterde situatie op de arbeidsmarkt en stijgende energieprijzen kunnen in 2018 de inflatie doen aanwakkeren. We hebben een opportunistische houding en zijn op zoek om hierin goedkoop in te stappen.

Valuta & Grondstoffen

Overzicht

Extra voorzichtigheid geboden rond industriële grondstoffen. Olieprijs zien we schommelen tussen 50 USD à 60 USD per vat.

Voor de dollar zijn we neutraal op korte termijn en negatief op (middel)lange termijn.

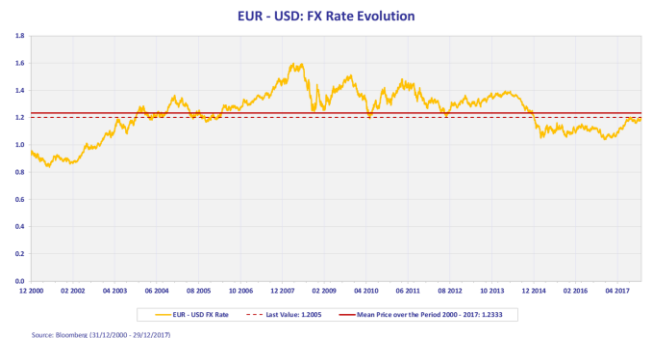
Munten		-	+
USD	Dec-17		
	Jan-18		
GBP	Dec-17		
	Jan-18		
JPY	Dec-17		
	Jan-18		
CNY	Dec-17		
	Jan-18		
NOK	Dec-17		
	Jan-18		

We behouden onze voorzichtige houding tegenover grondstoffen. We denken nog steeds dat de recente rally in industriële grondstoffen tot een correctie kan leiden. We verwachten dat de olieprijs vrij stabiel zal blijven en tussen de 50 USD en 60 USD zal schommelen.

De OPEC-landen hebben het olieaanbod stevig verminderd waardoor ze een bodem onder **de olieprijs** van 40 USD/vat hebben gelegd. Om aan de (toegenomen) vraag te voldoen zal de productie van schalieolie waarschijnlijk in 2018 toenemen waardoor de olieprijs ook aan de bovenkant tot 60\$/vat is beperkt. De gespannen politieke situatie in het Midden-Oosten kan echter de prijs door de opwaartse limiet doen breken.

De EUR was één van de best presterende munten in 2017. Tegenover de USD sloot de eenheidsmunt het jaar zelfs af boven 1,20. Een verlies voor de USD van bijna 14%. We denken niet dat de EUR haar opmars zal voortzetten. We vermoeden dat de dollar steun zal halen uit de verdere normalisatie van het monetaire beleid van de Fed. Door een hogere rente worden beleggingen in USD immers aantrekkelijker.

Gebaseerd op de huidige stand van zaken, gaan we ervan uit dat de EUR/USD tot midden 2018 tussen de 1,16-1,18 zal schommelen. Er zit dus opwaarts potentieel in de dollar maar lager dan 1,15 zien we de Amerikaanse munt niet zakken.





MERIT CAPITAL

Fortunately.

Macro-economische visie



Hoe dan ook denken we dat die dollarsterkte geen lang leven zal beschoren zijn, omdat de eerste wijzigingen in de houding van de ECB zich beginnen af te tekenen. Op middellange tot lange termijn verwachten we dat de EUR/USD tussen de 1,18 en 1,20 zal noteren.

Voor de Amerikaanse dollar op korte termijn (USD) behouden we ons neutraal standpunt **en op lange termijn zijn we negatief**. We verkiezen voor een defensieve portefeuille oplossingen waarbij het eurorisico dan ook is ingedeekt.

Tegenover de Japanse yen (JPY) staan we neutraal tot negatief ten opzichte van de euro. De euro zou zijn sterke prestatie tegenover de munt moeten voortzetten. Dit geldt ook voor de dollar. We zien de USD/JPY evolueren tussen 114-116 (en de JPY verzwakken).

Vandaag vinden we de **Noorse kroon (NOK)** rekening houdende met zijn reële effectieve wisselkoers nog steeds goedkoop. In Q1 en Q2 van 2018 verwachten we dat de munt haar opmars zal voortzetten.

De Merit Capital macro-economische visie is een uitgave van Merit Capital, www.meritcapital.eu. Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave veeleenvoudig opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand of openbaar gemaakt worden, op welke wijze ook, zonder de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de uitgever. Dit document verstrekt commerciële informatie en mag in geen geval gelijkgesteld worden met beleggingsadvies. De verstrekte informatie vormt geen aanbod betreffende financiële, bank-, verzekerings- of andere producten of diensten. De informatie in dit document is afkomstig van zorgvuldig gekozen bronnen. Merit Capital geeft echter geen enkele garantie over de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de volledigheid of de opportuniteit van de informatie, gegevens of publicaties. De redactie kan niet aansprakelijk worden gesteld voor het niet-verwezenlijken van de verwachtingen.

Merit Capital NV - Beursvennootschap
Museumstraat 12D
2000 Antwerpen
T : +32 (0) 3 259 23 00
F : +32 (0) 3 259 23 05
info@meritcapital.be
www.meritcapital.eu



MERIT CAPITAL

Fortunately.