



Van Lanschot

Beleggingsvisie 2018

Optimisme mag, zelfgenoegzaamheid niet



Vanuit een economische bril bekeken was 2017 verrassend goed. In zowat alle belangrijke economische blokken ontwikkelde de groei gaandeweg meer snelheid en kwam daarbij boven verwachting uit. Wat vertrouwen geeft bij de start van een kersvers (beleggings)jaar.



Hoofdpunten

De kans op een nieuwe positieve groeiverassing lijkt klein. De afgelopen jaren is in veel economieën de overcapaciteit, die ontstond bij de crisis, afgenomen of zelfs verdwenen. De inhaalslag hebben we nu wel stilaan gehad.

Om voor de langere termijn de groei op peil te houden blijven structurele maatregelen nodig. Ook, en vooral, bij ons in de eurozone. Het vertrouwen dat we terecht mogen hebben voor de korte termijn, mag geen zelfvoldaanheid betekenen. Nochtans, dat dreigt het geval te zijn.

Hoe dan ook, financiële markten weerspiegelden de voorbije maanden de beter dan verwachte economische omgeving. Ook in ons eigen beleggingsbeleid zijn we geleidelijk meer opgeschoven richting aandelen.

Voorlopig blijven we bij deze strategie. Het sentiment op beurzen is sterk, de economische groei houdt aan, de bedrijfswinsten ontwikkelen zich voldoende goed. Terwijl aan de andere kant de obligatierente laag blijft. Het dividendrendement op het gemiddelde aandeel in de eurozone (MSCI EMU) bijvoorbeeld, bedraagt ongeveer 3%. Best aantrekkelijk in vergelijking met de spaar- of obligatierente. Net zoals de periodieke dividend-inkomsten uit beursgenoteerd onroerend goed.

Qua regionale spreiding investeren we fors in Europa. Europese bedrijfswinsten hebben nog steeds een inhaalslag te maken na de klap van de crisis die tien jaar geleden de kop opstak. Ook Aziatische aandelen blijven ons op dit moment bekoren. Zowel uit de groeilanden als Japan.

Voor de obligatierente is de ruimte voor een opwaartse beweging fors groter dan voor een verdere daling. Dat spreekt voor zich gezien de huidige niveaus. Vandaar dat we blijven kiezen voor een relatief korte looptijd binnen het vastrentende deel van portefeuilles.

Natuurlijk is ook het leven van een belegger niet gevrijwaard van risico's en onzekerheden. Bij een aanhoudend positief sentiment op financiële markten kan zich op enig moment een overdrijving aandienen. Waarna één of andere trigger de sfeer zomaar kan doen omslaan. Een politieke gebeurtenis of forser dan verwachte renteverhogingen door een centrale bank kunnen een aanleiding zijn. Waarbij de Amerikaanse FED de eerste potentiële 'verdachte' is.

Economie

Europa: eurozone steeds sterker, VK steeds zwakker

Een jaar geleden keken we met afwachtende blik naar de politieke kalender in Europa. Noch Nederland, noch Frankrijk kregen uiteindelijk een populistische vloedgolf over zich heen. Wat niet wil zeggen dat alles definitief rustig is aan het politieke front.

De eerstkomende nieuwe politieke test vindt plaats in Italië. In het voorjaar gaan de Italianen naar de stembus. Hoewel de euro-sceptische Vijfsterrenbeweging (M5S) strijdt om de status van grootste partij, haalde een nieuwe kieswetgeving de lont grotendeels uit het kruitvat. Die wet verkleint immers de kans op een absolute parlementaire meerderheid voor M5S. Nadeel is dan weer dat Italië wellicht opnieuw een vleugellamme coalitie tegemoet gaat. Toch doet de Italiaanse economie het best aardig en gaat mee in het kielzog van het grotere Europese verhaal.

Die aantrekkende Europese groei was opvallend in 2017. Naarmate de acute electorale angst wegebde, moesten we onze groeiverwachtingen voor de eurozone stelselmatig opwaarts bijstellen. Van 1,5% ingeschatte groei voor 2017 in januari, tot iets boven de 2%.

Een soortgelijk groeipercentage van 2% moet ook in 2018 mogelijk zijn. Met name 'binnenlandse' krachten zorgen de laatste maanden voor een verbetering van de economische prestaties. De particuliere consumptie profiteert van afbrokkelende werkloosheid en licht oplopende lonen. Toegenomen vertrouwen bij zowel consumenten als producenten versterken elkaar. We verwachten dat dit proces zich de komende maanden verder blijft ontwikkelen. Daarnaast heeft de duurdere euro geen negatieve impact gegeven op de exportsector.

Belangrijke randvoorwaarde bij dit alles, is dat het economische plaatje in de rest van de wereld degelijk blijft. In die 'rest van de wereld' zoeken we het in de eerste plaats dicht bij huis: het Verenigd Koninkrijk. Daar beginnen de gevolgen van het Brexit-verhaal te bijten. Oplopende inflatie vreet de koopkracht van consumenten aan. Diverse Europese bedrijven spraken bij hun derdekwartaalresultaten over verslechterende marktomstandigheden. Het bedrijfsleven mort over de aanslepende onzekerheid en stuurt de index voor het 'ondernemersvertrouwen in de toekomst' naar een 15-maands dieptepunt. Weliswaar kan een goedkoper pond enig tegengewicht bieden via de export. Maar ook dit effect dreigt langzaam uit te doven.

VS: Trump moet leveren

Bij het uitbreken van de financiële crisis in 2007-2008, grepen Amerikaanse beleidsmakers fors in. Zowel in het financiële systeem, via het monetaire beleid van de centrale bank, als via het fiscale beleid.

Het economische herstel in de VS vond hierdoor sneller plaats dan bij ons in de eurozone. Die Amerikaanse groeicyclus houdt bovendien lang aan. Honderd maanden al ondertussen. Waarmee deze opgaande cyclus ondertussen bijna de langste is in de moderne geschiedenis. Nog even, en het record is gebroken. Tenminste, als de Amerikaanse economie ondertussen niet buiten adem geraakt. Zou het met andere woorden kunnen dat we aan de vooravond van een rustpauze of zelfs (milde) recessie staan?

We denken dat deze gedachte voorbarig is. Zowel het hoge ondernemers- als consumentenvertrouwen suggereren dat de trein voorlopig op de rails blijft. Als president Trump er bovendien in slaagt om begin 2018 een belastinghervorming door het Congres te loodsen, dan zou het groeicijfer voor 2018 richting 2,5% moeten kunnen gaan.

Een punt van aandacht hierbij is wel dat, ondanks de lage werkloosheid, de loonevolutie matig blijft. Zo rond de 2,5% groei op jaarbasis. Een consument die fors méér zou willen uitgeven, moet spaargeld aanspreken. Of schulden maken. Terwijl de gemiddelde Amerikaan op dit moment slechts iets meer dan 3% van zijn beschikbaar inkomen spaart en alweer ruim in de schulden zit. Lagere belastingen kunnen hier soelaas bieden. Tijdelijk althans. Op dit moment zijn de concrete maatregelen nog onzeker, maar het lijkt erop dat het beschikbare inkomen van een gemiddeld gezin met 2% zou toenemen. Wat de consumptie volgend jaar een éénmalige duw kan geven.

Dit neemt niet weg dat als de belastinghervorming vooral de hoge inkomens en grote bedrijven zou bevoordelen, waar het naar uitziet, het toch een gemiste kans blijft. Om het structurele effect op de economische groei zo groot mogelijk te maken is het optimaler om een belastingvermindering te richten op lage en middeninkomens.

Aan de kant van de ondernemingen kunnen lagere (bedrijfs)belastingen positief inwerken op de investeringsbereidheid. We zien trouwens al enige maanden dat de Amerikaanse bedrijfsinvesteringen toenemen. Zij het niet spectaculair. Toch denken we momenteel niet dat het bijkomende belasting-effect enorm fors of structureel zal zijn. Het nominale bedrijfsbelastingtarief mag dan wel bijna gehalveerd worden (wellicht van 35% naar 20%), aan de andere kant zullen een reeks aftrekposten verdwijnen. Zodat het afwachten blijft wat het uiteindelijke effect zal zijn op de effectief betaalde belastingvoet. Uit onderzoek blijkt bovendien dat veel bedrijven het geld willen gebruiken om schulden af te lossen. Veelal zijn inkopen van eigen aandelen de laatste jaren immers gefinancierd met geleend geld.

Slotsom voor de VS is dat 2018 nog wel een degelijk economisch jaar zal worden, maar vanaf de tweede jaarhelft zich een veel moeilijker 2019 kan beginnen aandienen. Vooral ook mocht de Federal Reserve forser dan verwacht haar beleidsrente optrekken. We komen hier later op terug.

Japan: beter, maar blijft moeizaam

Het structurele groeipad voor de Japanse economie bedraagt 0,5% tot 1%. Dat is zo laag door onder meer de vergrijzing. Al bij al blijft het Japanse verhaal dus moeizaam. De economie blijft afhankelijk van overheidsstimulering. Zowel vanuit de centrale bank als vanuit de begroting.

Toch overtreft de 2%-groei van 2017 het langjarig gemiddelde. Ook in 2018 moet een dergelijk cijfer te benaderen zijn. Een sterkere arbeidsmarkt ondersteunt de consumptie die nog steeds zwak blijft. De verhouding tussen het aantal nieuwe vacatures en aantal sollicitanten was sinds begin jaren 90 niet meer zo hoog.

Maar de grote groeimotor blijft de export. Die export is sterk afhankelijk van de gang van zaken in de rest van de wereld. Zolang die degelijk blijft, surfen de Japanners mee.

Opkomende economieën: hand in hand met de wereldwijde groei

Wie 'groeilanden' zegt, zegt in de eerste plaats China. In aanloop naar het Nationale Partijcongres afgelopen najaar, was er beleidsmakers veel aan gelegen om de groei op peil te houden. Die verraste, onder impuls van overheidsbestedingen, dan ook positief. Cijfers over de elektriciteitsproductie en vrachtverkeer per trein bevestigen dat het redelijk goed gaat met de Chinese economie.

In 2018 zal het momentum wellicht wat lager liggen: eerder 6,5% groei in plaats van de bijna 7% uit 2017. Maar dan nog blijft dit een cijfer dat netjes op het uitgetekende pad ligt. Wat niet wegneemt dat de mogelijke hoofdpijndossiers verdwenen zouden zijn. Zoals opgelopen schulden of de vastgoedmarkt.

Over die schulden kunnen we alleen maar herhalen dat de bijna volledig binnenlandse financiering ervan voor enige nuancering zorgt. Wat betreft de vastgoedmarkt, daar neemt de overheid gerichte maatregelen. Maar zeer voorzichtig. Toch vrezen we niet onmiddellijk dat het zal mislopen. Zo is de verhouding tussen de voorraad onverkochte woningen en het aantal verkooptransacties verbeterd.

In het spoor van China kunnen de andere Aziatische economieën op het juiste pad blijven. Deze regio profiteert van de toegenomen mondiale handelsstromen. Waarbij we net als vorig jaar tegelijkertijd moeten wijzen op de risico's die zouden kunnen ontstaan als de Amerikaanse centrale bank haar beleidsrente verder optrekt. Hogere Amerikaanse tarieven leiden vaak tot kapitaalvlucht uit groeilanden.

Geld- & kapitaalmarkt

De kraan gaat dicht, maar blijft lopen

Korte looptijden voor obligaties

De Europese Centrale Bank (ECB) draait vanaf januari 2018 de geldkraan dicht. In plaats van maandelijks voor 60 miljard aan obligaties op te kopen, wordt dat 30 miljard. En dat minstens tot september.

Maar zelfs voor de maanden daarna verwachten we dat de ECB-balans blijft groeien. Voorzitter Draghi verklaarde nadrukkelijk geen voorstander te zijn om in één keer van 30 miljard naar nul terug te vallen. Tenminste, als het inflatiebeeld matig blijft. Waar het naar uit ziet.

Per saldo zal het beleid van kwantitatieve verruiming dus nog geheel 2018 blijven bestaan in de eurozone. Wat de lange rente laag houdt. Aan een verhoging van het reguliere ECB-beleidsstarief hoeven we al helemaal niet te denken. Voor we zo ver zijn, zal het ten vroegste medio 2019 worden. Spaarders hoeven de komende kwartalen dan ook niet al te veel verbetering in de spaarrente te verwachten.

Dit alles betekent niet de lange rente, het rendement op obligaties dus, niet wat hoger kan. Vanaf de huidige lage niveaus en rekening houdend met het feit dat de geldkraan toch langzaam dicht gaat, spreekt het voor zich dat de ruimte voor hogere rentes groter is dan die voor verdere dalingen. Zodat het gewenst blijft om voor het vastrentende deel van een gespreide portefeuille te kiezen voor relatief korte looptijden. Kortlopende obligaties zijn minder kwetsbaar voor hogere rentes.

Bijkomende reden voor deze keuze is het beleid van de Federal Reserve (FED). Trekt die haar beleidstarieven forser op dan verwacht, dan kan ook de Amerikaanse obligatierente hoger.

De FED zou hiertoe kunnen besluiten omdat op enig moment de lonen en/of de inflatie alsnog forser aantrekken. In een dergelijk scenario is het onwaarschijnlijk dat Europese obligatiemarkten immuun zouden blijven voor de ontwikkeling in de VS. Met andere woorden: als de Amerikaanse obligatierente hoger gaat, dan volgt de eurozone tenminste gedeeltelijk.

Verder is er binnen het obligatiedeel van een portefeuille steeds de strategische keuze te maken tussen staatsleningen en bedrijfsobligaties. Deze laatste zijn interessant indien het verwachte rendement voldoende compensatie biedt voor het specifieke bedrijfsrisico.

Die compensatie werd de voorbije maanden steeds kleiner. Lage rendementen op staatsleningen dreef beleggers, op zoek naar rendement, naar bedrijfsobligaties. Wat de koersen de hoogte in joeg en het rendement van bedrijfsobligaties onder druk zette. Daarnaast was (en is) er natuurlijk de ECB, die ook bedrijfspapier inslaat.

Toch houden we voorlopig vast aan onze posities in bedrijfsobligaties. Omdat de economische wind meezit, dreigt er geen onmiddellijk gevaar. Iedere dag dat we het, weliswaar steeds kleinere, extra rendement meepikken, is een dag gewonnen. Binnen alle investeringen die we aanhouden, is dit segment van de obligatiemarkt echter de belegging waar we het meest van al scherp op zijn. Omwille van de lage risicovergoeding, maar ook omdat het verleden aantoonde dat obligatiemarkten een fijne neus hebben voor naderend onheil. Als op enig moment de risico-opslag op bedrijfspapier uitloopt, kan dat de voorbode zijn voor naderend onheil op aandelenbeurzen.

Aandelenmarkt

Groei, winsten en rente ondersteunen aandelen 2017 was een goed aandelenjaar. Zo goed zelfs, dat regelmatig de vraag opduikt of het geen tijd wordt om (gedeeltelijk) winst te nemen? Laat ons, om die vraag te beantwoorden, even de belangrijkste bepalende factoren voor beurskoersen aflopen.

Eerst en vooral is er natuurlijk de economische groei. Uit de bespreking tot nu toe bleek dat een nieuwe positieve verrassing de komende maanden onwaarschijnlijk is. Maar het wereldwijde groeiplaatje blijft degelijk en handhaaft zich op een voldoende hoog niveau. Genoeg om de bedrijfswinsten op peil te houden. Waarmee we meteen bij de tweede aandelenbepalende factor belanden: bedrijfswinsten.

In de eurozone noteert het gemiddeld aandeel tegen 15 keer de (verwachte) winst voor 2018 (op basis van MSCI EMU). Dat is fors, maar zeker geen record. Net voor de beurscrisis van 2001-2002, bedroeg deze gemiddelde koers-winstverhouding meer dan 26.

Waarmee we niet gezegd hebben dat aandelenwaarderingen tot dat hoge niveau zullen oplopen voordat we moeten gaan uitkijken. Maar het relativeert wél de situatie na de opgelopen koersen van de voorbije maanden. Zeker in een eurozone waar de conjuncturele versnelling nog relatief jong is. En bedrijfswinsten nog een hele weg hebben af te leggen vooraleer ze op het niveau staan van net voor de crisis van 2008.

Ook in de Aziatische groeilanden liggen de winsten nog lager dan hun piekniveau van enige jaren terug. Zij het dat de in te halen marge een heel stuk kleiner is dan in Europa. Daar staat dan weer tegenover dat het gemiddelde Aziatische aandeel tegen slechts tegen 13 keer de verwachte winst 2018 noteert (MSCI AC Asia ex-Japan).

In de VS is de situatie anders. Daar overtroffen de bedrijfswinsten in 2012 al hun eerdere piekniveau. Bovendien bedraagt de gemiddelde koers-winstverhouding ongeveer 19, op basis van de verwachtingen voor 2018. Wat duur is. Voorzichtigheid is dus in de eerste plaats geboden rond de Amerikaanse beurs. Waar loeren de gevaren voor Wall Street?

Een eventuele trigger voor een Amerikaanse beurshapering zou vanuit politieke hoek kunnen komen. Bijvoorbeeld mochten de Republikeinen er dan toch niet in slagen de belastingen te hervormen. Ook het beleid van de centrale bank (FED) kan voor problemen zorgen. Mocht die bijvoorbeeld fors dan verwacht de rente optrekken.

Toch blijven we uitgaan van een scenario waarin, door eventuele tussentijdse nervositeit, aandelen de komende maanden relatief goed zullen presteren. Omwille van de factoren 'economische groei' en 'bedrijfswinsten', maar evenzeer omwille van de derde factor: de rente.

Met name in Europa en Japan blijft de rente nog geruime tijd laag. Dat betekent dat ook beleggers die vooral op zoek zijn naar inkomsten, blijven aangetrokken worden door de beurs.

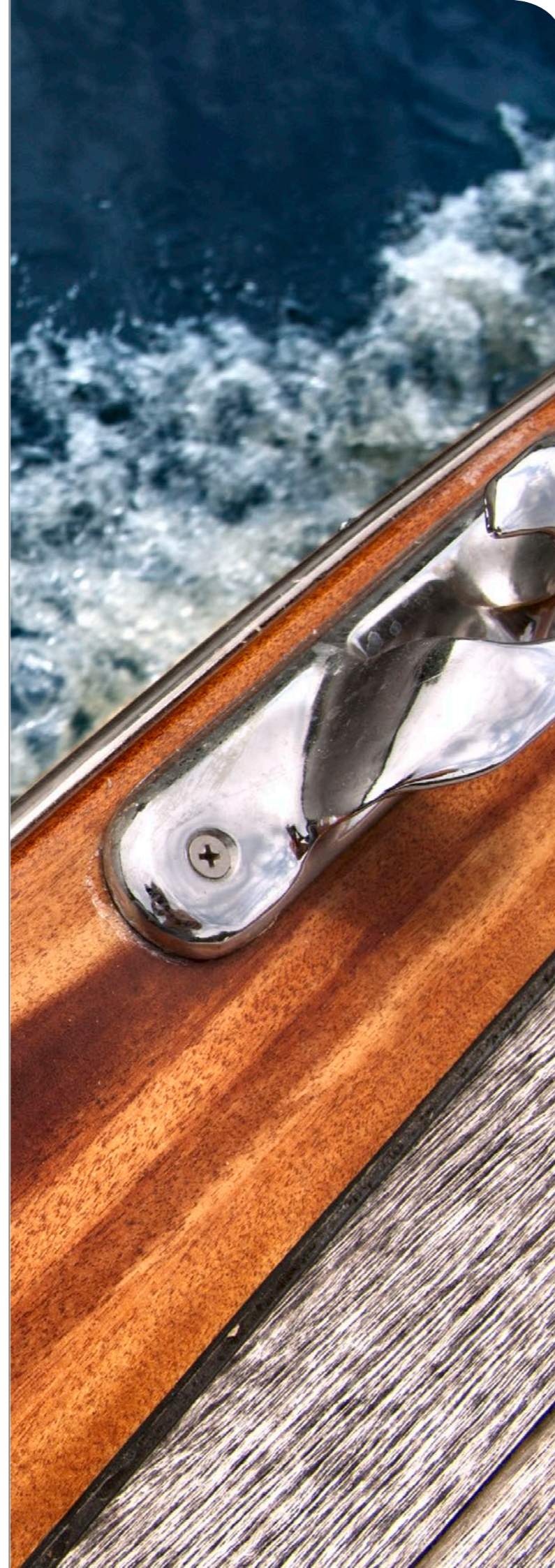
Qua sectoren houden we een overweging aan in de financiële waarden. Die profiteert van een (licht) oplopende rentestand en aantrekkende kredietverlening. Daarnaast is er intern orde op zaken gesteld bij veel banken. Wat ruimte geeft om te groeien en hogere dividenden te betalen.

Onroerend goed & Grondstoffen

Onroerend goed interessant. Grondstofmarkten meer in evenwicht

Beursgenoteerd onroerend goed behoorde in 2017 tot de mindere presteerders. Toch zagen we de waarde van de onderliggende bezittingen toenemen. Waardoor eerdere premies op aandelen van vastgoedfondsen grotendeels verdwenen. Bovendien verwachten we dat de (lange) rente weliswaar licht hoger kan, maar laag blijft in absolute zin. Dat maakt de dividendinkomsten van vastgoed interessant. Met als bijkomend voordeel dat deze inkomsten meelopen met de inflatie als die toch hoger zou uitvallen dan verwacht.

Over grondstoffen zijn we gematigd optimistisch. Met name in de oliemarkt komen vraag en aanbod steeds meer in evenwicht. De industriële grondstoffen van hun kant, zouden enige tegenwind kunnen ondervinden van de iets lagere Chinese groei.



Disclaimer

De informatie die is opgenomen in deze publicatie is uitsluitend bestemd voor algemene doeleinden. Met uw individuele specifieke omstandigheden is geen rekening gehouden. De informatie kan niet worden beschouwd als een juridisch, financieel, fiscaal of ander professioneel advies. Wij adviseren u op grond van de informatie niet meteen tot actie over te gaan en voorafgaand aan uw eventuele actie eerst deskundig advies in te winnen. Deze publicatie is geen aanbod en u kunt aan deze publicatie geen rechten ontleen.

Bij de totstandkoming van deze publicatie hebben wij de grootst mogelijke zorgvuldigheid betracht bij de selectie van externe bronnen. Wij kunnen niet garanderen dat de informatie van deze bronnen die in deze publicatie is opgenomen juist en volledig is of in de toekomst zal blijven. Wij aanvaarden geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. Wij zijn niet verplicht de informatie die we hebben opgenomen in deze publicatie te actualiseren of te wijzigen. Alle rechten ten aanzien van de inhoud van de publicatie worden voorbehouden, inclusief het recht van wijziging. Het is niet toegestaan de gegevens in de publicatie geheel of gedeeltelijk te reproduceren, in welke vorm dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van F. van Lanschot Bankiers NV.

Overige informatie

F. van Lanschot Bankiers N.V. is statutair gevestigd aan de Hooge Steenweg 29, 5211 JN te 's-Hertogenbosch, KvK 's-Hertogenbosch nr. 16038212 met btw-identificatienummer NL.004 670632.B.01. F. van Lanschot Bankiers N.V. is als bank geregistreerd in het Wft-register en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank N.V. (DNB), Postbus 98 1000 AB Amsterdam, en de Autoriteit Financiële Markten (AFM), Postbus 11723 1001 GS Amsterdam. F. van Lanschot Bankiers N.V. kan optreden als aanbieder van betaal-, spaar- en kredietproducten, als bemiddelaar in verzekeringsproducten en als aanbieder en/of uitvoerder van beleggingsdiensten.

Voor eventuele klachten inzake onze financiële dienstverlening kunt u zich richten tot uw eigen kantoor van F. van Lanschot Bankiers N.V., de afdeling Klachtenmanagement van het hoofdkantoor, Postbus 1021, 5200 HC 's-Hertogenbosch of het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (Kifid), Postbus 93257 2509 AG Den Haag.