



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Tussentijdse update 18 juni 2020

Volatiliteit maakt zijn terugkeer op de financiële markten. Vorige week trad er na de sterke stijging van de beurzen opnieuw een betekenisvolle correctie op. De laatste correctie dateerde sinds maart. Aandelen verloren wereldwijd tussen de 5% en 10%. De Equal Weight MSCI All Country Index noteert nu 11% lager sinds de start van het jaar. Het gemiddelde aandeel daarentegen noteert nog steeds een verlies van 18%. Op het moment van schrijven proberen de aandelenbeurzen echter opnieuw het herstel verder te zetten. De meest cyclische sectoren presteren deze maand opvallend beter dan de defensieve sectoren. De defensieve sectoren behouden hun voorsprong ondanks de correctie van de afgelopen dagen. Ook het positieve momentum in de technologiesector houdt stand. Staatsobligaties en bedrijfsobligaties van het type investment grade noteren stabiel. Ondanks de ultra-lage rentevoeten blijven deze obligaties gegeerd door fondsbeheerders. Ze bieden bescherming tijdens aandelencorrecties en de centrale banken zullen zeker de rentes nog lange tijd laag houden. High yield obligaties presteren relatief sterk en corrigeerden minder dan aandelen. Dezelfde trend merken we op in de categorie Emerging Market obligaties. De correctie bleef beperkt tot een aantal basispunten. De EUR wordt sterker versus zijn handelspartners. De dollar vertoont zwakte. De kans op aanhoudende dollarzwakte – in afwezigheid van een nieuwe grote correctie – is reëel. Emerging Market wisselkoersen blijven zeer volatiel. De remonte van de afgelopen maand werd afgelopen week teniet gedaan. Goud consolideert en flirt al twee maanden met de 1700-grens. Opvallend, het edele metaal liet niet veel sterkte zien tijdens de recente aandelencorrectie. Hedge funds bewezen dit jaar – voor het eerst sinds lang – hun meerwaarde. Ze corrigeerden in februari-maart een derde minder dan de grote aandelenindices. Deze fondsen staan ongeveer 4% lager dan bij de start van dit jaar.

NIEUWS & GEOPOLITIEK

- Geopolitieke zorgen steken opnieuw wat de kop op. De financiële pers focust zich naast Corona opnieuw op de Brexit-onderhandelingen, de China-VS handelsspanningen en de aankomende Amerikaanse verkiezingen. Ook de wereldwijde onrust als gevolg van de dood van George Floyd staat volop in het daglicht. We betwijfelen echter of dit nieuws verrassende elementen bevat. De Brexit-onzekerheid en de belabberde China-VS verhoudingen zijn al lang gekend. Historisch onderzoek toont wel aan dat Amerikaanse verkiezingen meestal leiden tot iets hogere volatiliteit in de maanden voorafgaand aan het resultaat. De sociale onrust is dan weer wel een nieuw gegeven. De schade aan kleine- en middelgrote ondernemingen en winkelketens loopt op. Sociale stedelijke onrust versterkt de e-commerce trend.
- Een opflakking in het aantal Amerikaanse Corona-gevallen en een mini-lockdown in Beijing worden door de pers aangeduid als belangrijkste reden van de recente correctie. Wellicht is het een combinatie van meerdere factoren: geopolitieke zorgen, winstnemingen na een fors herstel, seizoensgebonden zwakte in de markten en angst voor een tweede Corona-golf. De recente Corona-focus is misschien overdreven als we dieper kijken naar de Amerikaanse test- en sterftcijfers. Er wordt twee- tot driemaal zoveel getest als vorige maand. Logisch dus dat het aantal gedetecteerde Corona-infecties stijgt. Belangrijker zijn de positieve infecties als percentage t.o.v. het totaal aantal geteste personen. De dalende trend blijft hier duidelijk aanwezig. Ook de sterftcijfers evolueren gunstig. De markt blijft niettemin gevoelig voor onverwacht negatief Corona-nieuws. De kans op een tweede economische lockdown lijkt wel gedaald. Politici hebben in het eerste en tweede kwartaal mogen proeven van de volatiele marktreactie in combinatie met de negatieve economische en sociale gevolgen. Wellicht hebben ze hieruit geleerd.

MARKTINDICATOREN

- Volatiliteitsindicatoren wijzen na de recente correctie op een risk-off omgeving die enkele dagen of weken kan aanhouden.
- Financiële condities (stress op de bancaire geldmarkten) blijven in tegenstelling tot de daling van februari-maart wel onder controle. Een positief signaal dat de volatiliteitsindicatoren tegenspreekt.
- De korte en lange termijn koerstrems zijn nog steeds stijgend in de ontwikkelde markten.

- Positionering- en sentimentsindicatoren noteren op bedenkelijke niveaus. Heel wat beleggers mijden nog steeds aandelen ondanks de forse remonte. Er staat heel wat cash geparkeerd in korte termijn geldfondsen. We vermoeden dat tijdens correcties sneller weer ingestapt zal worden door beheerders die te weinig risico aanhouden versus hun benchmark. Groepsdruk leidt vaak tot grotere kapitaalbewegingen dan fundamentals.

MACRO-ECONOMISCH

- Wekelijkse, alternatieve hoge frequentie-indicatoren wijzen voorlopig op een relatief snel economisch herstel. In de regio's die gradueel heropenen, merken we aanhoudende normalisatie op in verkeersfiles, restaurantreserveringen en winkelbezoeken. In Frankrijk bijvoorbeeld, noteert het winkelbezoek nog maar 20% onder zijn niveau van begin dit jaar. Twee weken terug was dit nog 90% lager.
- In de Verenigde Staten stabiliseert het lage consumentenvertrouwen en dalen de werkloosheidsaanvragen. Vorige week werden economen schaamteloos verrast toen bleek dat er meer dan twee miljoen jobs werden gecreëerd terwijl de markt een verlies verwachtte van meer dan zeven miljoen arbeidsplaatsen. Een index die positieve economische verrassingen meet, staat op recordniveau sinds 2009. Marktwoarnemers hebben blijkbaar hun verwachtingen over de afgelopen maand te pessimistisch bijgesteld. De ondernemersverwachting voor de volgende zes maanden - zoals blijkt uit de NY Empire State Index - schoot tot het hoogste niveau in meer dan 15 jaar tijd. Kleinhandelsverkopen schoten 18% de lucht in t.o.v. vorige maand, de grootste stijging ooit. De maand ervoor daalden kleinhandelsverkopen met 15% op maandbasis.
- Ook in China houdt het herstel aan. Industriële productie steeg meer dan 4% op jaarbasis en kleinhandelsverkopen herstelden in mei tot -2,8% groei op jaarbasis versus -7,5% vorige maand. De verkoop in luxegoederen blijft zwak, maar dit wordt meer dan gecompenseerd door sterke cijfers in andere sectoren zoals telecom, elektronische uitrusting en technologie.

MONETAIR & FISCAAL

- Het Amerikaans congres plant de lancering van een nieuw stimuleringspakket. Schattingen variëren tussen de 1 triljoen en 3 triljoen dollar, bovenop de eerste pakketten ter waarde van 3,5 triljoen dollar. In totaal zullen de stimuli oplopen tot meer dan 40% van de Amerikaanse economie. Hierbij houden we geen rekening met de activiteit van de centrale bank. De hulp zou deze keer komen in de vorm van persoonlijke belastingverlagingen en subsidies voor zwaar gekwetste sectoren zoals de kleinhandel en het toerisme. De situatie in de Eurozone evolueert positief met een focus op meer integratie en solidariteit. Europa werkt aan militaire integratie via de komst van een potentieel Europees leger. Belangrijker is de weg naar fiscale eenmaking. De Europese Commissie kreeg voor het eerst de goedkeuring van Duitsland en Frankrijk om in een later stadium kapitaal op te halen voor de lancering van een herstellfonds ter waarde van 1 triljoen euro. De lidstaten moeten wel nog ratificeren. De Europese Commissie lanceerde ook een European Green Deal plan. De komende tien jaar zou maar liefst 1 triljoen euro aangewend worden voor investeringen in hernieuwbare energie, infrastructuur en duurzame constructiematerialen. Het Europees bedrijfsleven moet hiervan profiteren.
- Centrale banken doen er nog een schepje bovenop. Jerome Powell, voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, liet blijken de rente op nul procent te willen houden voor de komende jaren. De markt verwacht een nul-rente tot en met 2022. Ook de kwantitatieve versoepeling kent voorlopig geen einddatum. De Fed koopt per maand 80 miljard dollar staatsobligaties op en 40 miljard hypotheekleningen. Deze week start ze met de eerder geplande aankoop van 250 miljard USD bedrijfsobligaties. Tenslotte speelt de Fed met het idee om - indien nodig - de langetermijnrente te plafonneren. In de Eurozone breidt de ECB haar aankoopprogramma (QE) uit met 600 miljard EUR tot 1,35 triljoen EUR. Ze koopt maandelijks obligaties op tot en met juni 2021 en herinvesteert obligaties die tussentijds aflopen tot met december 2022.

De PBOC, de Chinese centrale bank, hanteert een minder agressief monetair beleid. Kwantitatieve versoepeling blijft uit. China vreest voor een devaluatie van zijn munt en kapitaalvlucht. Niettemin, de deflatoire golf in Chinese cyclische sectoren zal de PBOC wellicht toch aanzetten tot het verder verlagen van de rente en tot meer monetaire stimuli. Staatsbanken worden alvast verplicht om meer uit te lenen. De centrale bank start deze week bovendien met de inkoop van bancaire microleningen.

- Het monetaire en fiscale beeld lijkt complex, maar een correcte interpretatie en appreciatie voor de omvang van het beleid achten we belangrijk om de huidige situatie op de financiële markten beter in te schatten. De link tussen de economie en de markten lijkt gebroken omwille van de snelle en toch wel efficiënte interventies die hopelijk voldoende zuurstof blijven bieden tot de wereldeconomie normaliseert. Onderzoek heeft ook al meermaals aangetoond dat er weinig correlatie bestaat tussen actuele economische groei en aandelenreturns. Er is op korte termijn vooral correlatie met sentimentsindicatoren, liquiditeitsindicatoren, leidende economische indicatoren, fundamentals en de mate van economische verrassingen versus de consensusopinie.

FUNDAMENTEEL

- De Amerikaanse bedrijfswinsten voor het eerste kwartaal zijn intussen volledig gekend: de winst per aandeel voor de S&P 500 daalde 13% t.o.v. hetzelfde kwartaal in 2019. Voor het tweede en derde kwartaal ligt de verwachting veel lager op respectievelijk -42% en -24%. Analisten hebben hiermee de verwachte winstdaling verdisconteerd. Wellicht ontstaat er zelfs ruimte voor opwaartse verrassingen. De winstrevisies staan zo laag dat het lijkt of ze enkel nog maar kunnen stijgen.
- Bedrijfsfalingspercentages bevinden zich omwille van de lockdowns in een sterk stijgende trend: de drie grote ratingagentschappen verwachten voor dit jaar een gemiddeld falingspercentage van maar liefst 10% van alle uitstaande high yield bedrijfsobligaties. Echter, het wereldwijde universum aan bedrijfsobligaties met een rating wordt vaak gedomineerd door kleine, illiquide uitgiftes met een substantieel gewicht in obligaties van de allerlaagste kwaliteit (CCC tot C). De populaire obligatie-indices, waarin we posities selecteren om in te beleggen, bestaan hoofdzakelijk uit grotere, liquide uitgiftes. De high yield benchmarks worden eerder gedomineerd door obligaties met een BB en B-rating. Als hierin een correctie optreedt, verwachten we een falingspercentage van 5% in de high yield indices. Gemiddeld gezien wordt 30% gerecupereerd na een faillissement. Bijgevolg bedraagt het verwachte verlies op high yield dit jaar ongeveer 3,5%. Bovendien weten we uit historische vergelijkingen dat het werkelijk falingspercentage meestal lager uitvalt dan verwacht. De rente en de kredietpremie op de Barclays Global High Yield Bond Index bedraagt momenteel 6,6% en 6,1%. De compensatie lijkt ons voldoende groot voor het gelopen risico.

WAARDERINGEN

- Amerikaanse aandelen noteren na de remonte terug tegen vrij dure waarderingmultiples, in historisch perspectief. De S&P 500 noteert tegen de 3000 punten. Uit onze simulaties blijkt dat een niveau van 3500 extreem duur wordt. Goedkope en spotgoedkope niveaus bevinden zich respectievelijk op 2100 en 1700. Op relatief waarderingvlak - versus cash en staatsobligaties - noteert de aandelenrisicopremie hoger dan gemiddeld. De kans lijkt hiermee groot dat aandelen op lange termijn cash en obligaties moeten verslaan.
- Europese aandelen lijken fair gewaardeerd. Enkel bepaalde landen binnen de Emerging & Frontier Markets genieten momenteel van zeer lage waarderingen.
- Bedrijfsobligaties van het type investment grade en high yield noteren vrij goedkoop. De kredietpremies noteren nog steeds gevoelig boven het historisch gemiddelde. Centrale banken treden op als grote kopers in deze activaklasse. Dit werkt koers-ondersteunend.
- De dollar lijkt duur op basis van een aantal waarderingmodellen. De euro noteert goedkoop tot fair. Het exploderend (verdubbeld!) tekort op de Amerikaanse handels- en begrotingsbalans speelt sinds kort meer in het voordeel van de euro. Valutakoersen binnen de Emerging Markets lijken vooral goedkoop in de Latijns-Amerikaanse landen en bepaalde delen van het Midden-Oosten en Noord-Afrika.

CONCLUSIE ASSET ALLOCATIE

- We positioneren ons **neutraal op aandelen**. De laatste weken zetten we cash aan het werk. We **overwegen alternatieve beleggingen en onderwegen obligaties**.
- Binnen de **regio's** verkiezen we nog steeds ontwikkelde markten boven de groeiemarkten. Voor een duurzaam en structureel overwicht op de groeielanden lijkt het ons nog steeds iets te vroeg ondanks de goedkopere waarderingen. Bepaalde landen kunnen soms wel een uitzondering vormen. Zo spelen we zelf tactisch in op een herstel van Latijns-Amerikaanse en Russische aandelen, maar dat zijn meer korte termijnposities die ook snel terug geliquideerd kunnen worden. Binnen de ontwikkelde markten opteren we sinds kort voor iets meer Europese aandelen. Het cyclisch karakter gekoppeld aan lagere waarderingen speelt wellicht in hun voordeel indien de wereldeconomie blijft herstellen.
- Op **sectorvlak** raadden we vroeger een groot overgewicht aan in technologie en in de vier defensieve sectoren: consumentengoederen, nutsbedrijven, gezondheidszorg en telecom. We verlagen onze convictie in deze vier sectoren. Technologie blijft overwogen. Wel hechten we opnieuw wat meer belang aan de meest cyclische sectoren: energie, industriële bedrijven, materialen en cyclische consumentengoederen kennen we een meer neutrale weging toe. Financiële bedrijven zoals banken en verzekeringsmaatschappijen blijven onderwogen, weliswaar iets minder dan voorheen.
- Op **strategievlak** hanteren we vanzelfsprekend nog steeds een combinatie van groei, kwaliteit- en momentum. Gegeven het hoge niveau van bepaalde aandelenwaarderingen, staan we ook iets vaker stil bij de waarderingskant van bepaalde groei-bedrijven.
- Op **vastrentend vlak** adviseren we nog steeds het grootste luik in kwalitatieve obligaties van het type investment grade. Wel prefereren we meer bedrijfsobligaties gezien de sterk negatieve reële rentevoeten op staatsobligaties. Niettemin, staatsobligaties blijven gegeerd door hun bufferpotentieel in tijden van verhoogde volatiliteit. Voor wie moet beleggen in staatsobligaties, kunnen inflatie-gelinkte obligaties een gedeeltelijk alternatief vormen. De inflatieverwachtingen noteren uiterst laag wat deze activaklasse aantrekkelijker maakt. Binnen het risico-luik verkiezen we high yield obligaties bovenop Emerging Market obligaties.
- Binnen het **alternatief** luik raden we nog steeds een positie aan in fysiek goud. Wel hebben we recent onze eigen goud-posities met de helft verlaagd omwille van meer tactische en technische redenen. Later verhogen we misschien terug. Structureel blijven de fundamentele drivers positief: een exploderende geldhoeveelheid, langdurig lage en negatieve reële rentevoeten, financiële repressie* en geopolitieke onrust. Naast fysiek goud hechten we ook belang aan een aantal alternatieve beleggingsstrategieën die meer streven naar totale volatiliteitscontrole op portefeuilleniveau. We zijn positief over marktneutrale aandelenstrategieën, trendvolgers en bepaalde global macro beleggingsstijlen.**

Tot volgende maand.

Sub-Investeringscomité Merit Capital

*het monetair beleid dat een overheid of centrale bank voert om de publieke sector te financieren door ingrijpen in de financiële markten, ten koste van spaarders en beleggers.

**een beleggingsstrategie waarbij de beheerder de absolute vrijheid krijgt om zich a la hausse of a la baisse te positioneren op eender welke activaklasse over eender welke tijdschhorizon. Signalen worden gevormd op basis van kwantitatieve of fundamentele analyse op basis van trends, economische en politieke data.

Disclaimer

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 veeleer 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.