



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Tussentijdse update 5 juli 2020

De afgelopen twee weken werden gekenmerkt door relatieve zwakte op de financiële markten. Na een korte opflakking zakte de MSCI World index terug naar het laagtepunt van de maand. De Eurozone en Emerging Markets presteren tot dusver iets beter dan de S&P 500 index. De verkiezingsrace, de sociale onrust en de Covid-opflakking in bepaalde deelstaten, maken Amerikaanse aandelen op korte termijn wellicht iets kwetsbaarder. Staats- en bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit hielden stand. High yield obligaties presteerden beter dan aandelen. Emerging market obligaties in dollar presteren sterk. Heel wat groeilanden tekenden verder herstel in hun obligatiekoersen. Goud brak door de weerstand van de afgelopen maanden.

NIEUWS & GEOPOLITIEK

- De markt blijft Corona-gevoelig. Een aantal deelstaten vertraagt haar heropeningsplannen, wat leidt tot lagere economische herstelverwachtingen. De kans op een nieuwe nationale lockdown blijft klein. De sterftcijfers en de hospitalisatiecijfers evolueren per slot van rekening in positieve zin. De ontwikkeling en het gebruik van nieuwe medicijnen helpt het sterftcijfer onder controle te houden. Een eerste vaccin lijkt ten vroegste begin 2021 beschikbaar. In augustus komen we te weten of het befaamde Oxford-vaccin al dan niet succesvol is. De Europese commissie bestelde alvast 300 miljoen stalen. Een twintigtal andere vaccinontwikkelingen houden het moreel hoog.
- De VS lanceren importtarieven op een nieuwe Europese korf ter waarde van 3,1 miljard dollar. Goederen zoals bier, gin, trucks, luchtvervoer, kaas en yoghurt worden nu getroffen. De VS hanteren een “carrousel-tarifiering” die Europa moet dwingen tot handelstoegevingen omtrent zaken die de VS belangrijk vinden. In een carrousel-handelsoorlog wijzigt de onderliggende tarifieringskorf frequent, waardoor telkens andere sectoren worden getroffen. De EU krijgt van de Wereldhandelsorganisatie (WTO) binnenkort de toelating om wraaktarieven te heffen op Amerikaanse import. Verwacht wordt dat de EU hoofdzakelijk zal focussen op Amerikaanse landbouw- en steenkoolproducenten. Beide regio’s hebben in het verleden ten onrechte hun luchtvaartindustrie gesubsidieerd. De WTO laat elke regio toe hiervoor vergeldingsacties te treffen.
- De Amerikaanse verkiezingsrace komt eraan. In de meest betrouwbare peilingen neemt Biden, met minder dan één procent, nipt de leiding ten opzichte van Trump. De verkiezingen kunnen met andere woorden nog alle kanten uit. Bovendien blijkt dat Trump in november iets meer zou kunnen steunen op de stem van de zwarte bevolking dan tijdens de verkiezingen van 2016. In tegenstelling tot wat de media laten geloven, weigeren meer en meer zwarte Amerikanen te participeren in het links populisme. De toekomst van een aantal grote industrieën staat op het spel: (schaal)olie en defensie. Biden viseert een inkrimping van deze sectoren en wil de focus opnieuw leggen op hernieuwbare energie. Joe Biden streeft er ook naar om de handelsrelaties tussen de VS en de rest van de wereld te herstellen. Dit zou positief kunnen zijn voor cyclische exportsectoren. De Obama-bondgenoot plant tenslotte ook een veelheid aan belastingverhogingen die zijn plannen moeten financieren. De vennootschapsbelasting en personenbelasting voor hoge inkomens zouden gevoelig stijgen. Dit is op de marge negatief voor het relatief verloop van Amerikaanse aandelen.
- De markt vreest momenteel het einde van de extra werkloosheidssteun voor miljoenen Amerikanen die nog loopt tot einde juli. Het congres werkt wel aan nieuwe grote fiscale steunmaatregelen. Wellicht volgt de aankondiging en goedkeuring tijdens de komende zomermaanden. Het zou opnieuw gaan om extreem grote bedragen tussen de één en drie triljoen dollar.
- China scheldt tijdelijk de bilaterale staatsschulden op van een zeventigtal landen, een positief signaal. Schuldverlichting werkt groei-ondersteunend.

MARKTINDICATOREN

- Volatiliteitsindicatoren wijzen nog steeds op een risk-off omgeving die enkele dagen of weken kan aanhouden.
- Financiële condities (stress op de bancaire geldmarkten) blijven voorlopig onder controle. Interbancaire kredietpremies die aangeven of banken elkaar vertrouwen evolueren positief.
- De aandelenmarkten lijken op technisch vlak in een consolidatiekanaal terecht gekomen. De S&P 500 zigzagt tussen de range van 3000 en 3250 punten.

- De internationale marktbreedte op aandelenindexvlak verbeterde wat. Ongeveer 25% van de wereldwijde landenindices bevinden zich in een lange termijn stierenmarkt t.o.v. 10% een maand geleden.
- Positioneringsindicatoren laten zien dat heel wat professionele beleggers de afgelopen weken het risico in hun portefeuilles gevoelig opdreef. Alternatieve fondsen houden de grootste netto-blootstelling aan op aandelen sinds jaren. Fondsbeheerders schroefden hun onderwogen posities op naar meer neutraal. De optiemarkt leert ons dat er enorm veel calls verhandeld worden versus putopties. Het argument dat heel wat spelers nog moeten kopen en bijgevolg de markt achterna hollen lijkt verdwenen. Opvallend, de sentimentsindicatoren vertonen wel hernieuwd optimisme omtrent de toekomstige economische groei, maar scepticisme ten aanzien van de aandelenmarkten. Dit wijst er volgens ons op dat heel wat marktspelers zich realiseren dat de financiële markten momenteel sterk afwijken van de reële economie, maar de grootorde van de steunmaatregelen van die aard zijn dat een minimum positie in aandelen verantwoord blijft.

MACRO-ECONOMISCH

- Wekelijkse, alternatieve hoge frequentie-indicatoren wijzen nog steeds op een relatief snel economisch herstel. De markten hebben dit herstel voorlopig correct geanticipeerd. In een aantal Amerikaanse deelstaten en landen worden de graduele heropeningsmaatregelen echter tijdelijk vertraagd door de angst voor een tweede Corona-golf. Vooral de dienstensectoren (toerisme, ontspanning, commercieel transport,...) kunnen hier langer onder lijden. Productiesectoren openen wel volledig, wat zich ook vertaalt in een sterkere heropleving in de manufacturing PMI's.
- De meer traditionele globale maandelijkse indicatoren scheppen nog steeds een recessie-beeld, maar ook hier bespeuren we hier en daar verbetering. De voorlopende wereldwijde OECD-indicator en de Amerikaanse Leading Index stegen voor het eerst sinds lang.
- In de Verenigde Staten merken we stabilisatie op in een aantal cruciale indicatoren: werkloosheidsaanvragen, kleinhandelsverkoop en consumentenvertrouwen zijn aan het herstellen.
- In de Eurozone constateren we een forse stijging in de economische groeiverwachtingen. De ZEW Eurozone Expectations of Economic Growth Index – een maandelijkse rondvraag onder 350 professionele beleggers – steeg tot 58,6. Dit niveau werd voor het laatst bereikt in 2015.
- In China daalde de werkloosheidsgraad van 6% naar 5,9%. De totale geaggregeerde winst van Chinese industriële bedrijven steeg opnieuw in vergelijking met dezelfde periode vorig jaar. De jaarlijkse groeivoet bedraagt 6% versus -35% op het dieptepunt in maart. Chinese PMI-cijfers noteren intussen boven de 50 en dat wijst op expansie.

MONETAIR & FISCAAL

- Er valt weinig nieuws te melden sedert onze laatste publicatie, die dateert van 18 juni 2020. Centrale banken blijven wereldwijd liquiditeiten pompen in het financieel systeem. Overheden lanceren en werken aan nieuwe fiscale stimuli die vooral gericht zijn op infrastructuur en hernieuwbare energie.
- In de Eurozone leenden meer dan 720 commerciële banken 1,3 triljoen euro van de ECB. Hiervoor krijgen ze een vergoeding van 1% op jaarbasis. De geleende middelen kunnen via het banksysteem opnieuw worden uitgeleend aan bedrijven en gezinnen of kunnen worden aangewend voor het aankopen van Europese staatsobligaties.

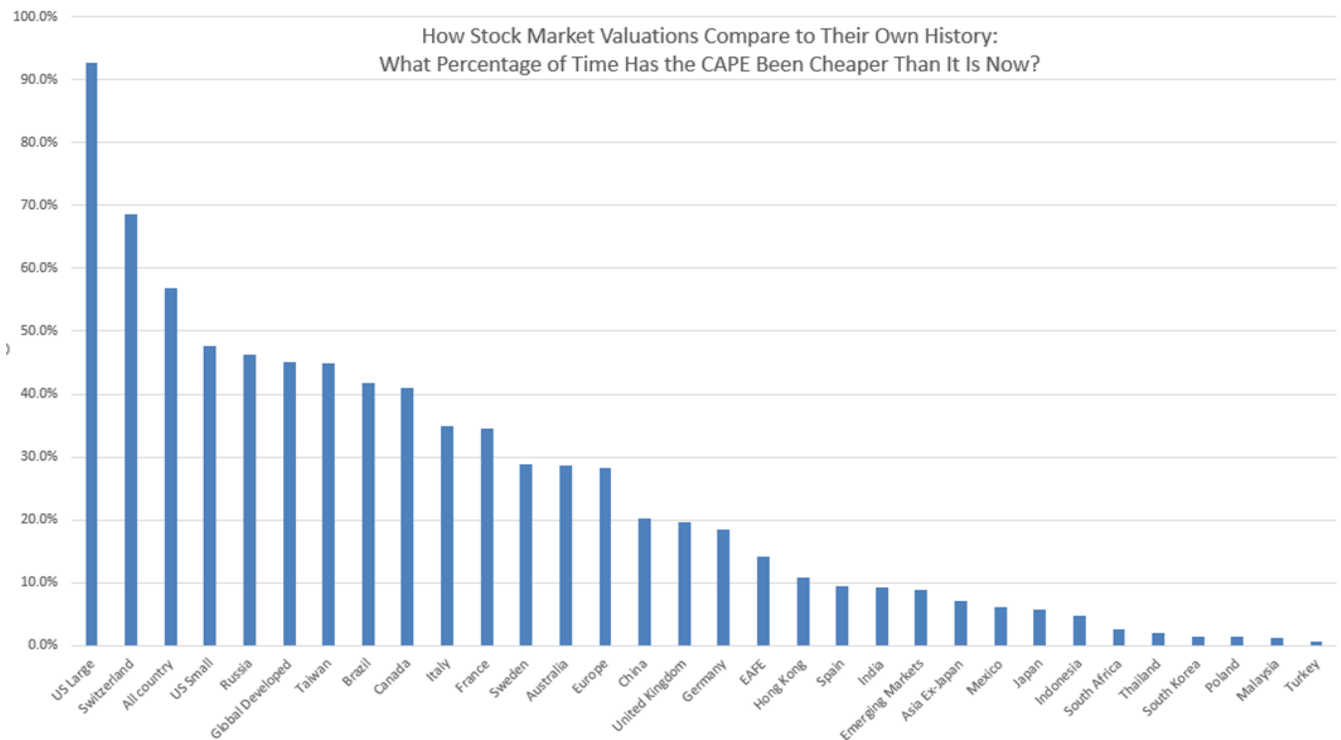
FUNDAMENTEEL

- Vanaf deze maand krijgen we zicht op de resultaten van het tweede kwartaal voor Amerikaanse en Europese bedrijven. Deze periode omvat de volledige wereldwijde lockdown. De verwachtingen staan laaggespannen met respectievelijk -43% en -54% voor de VS en de Eurozone. Beleggers zullen vooral focussen op de vooruitzichten van het management en de verrassingsfactor (positief of negatief). Voor 2021 wordt immers al een sterk herstel verwacht van meer dan 30% winstgroei. Uit vorige recessies leren we dat het gemiddeld winstherstel in het jaar volgend op een recessie 25% bedraagt.

WAARDERINGEN

- Ook op waarderingssvlak verandert er voorlopig weinig. Amerikaanse aandelen noteren na de remonte terug tegen vrij dure waarderingsratio's in historisch perspectief. De S&P 500 flirt momenteel met 3100 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 waarderingssvlak - versus cash en staatsobligaties, noteert de aandelenrisicopremie hoger dan gemiddeld. Hiermee is de kans groot dat aandelen op lange termijn cash en obligaties verslaan.
- Europese aandelen lijken fair tot duur gewaardeerd. Enkel bepaalde landen binnen de Emerging & Frontier Markets genieten momenteel van zeer lage waarderingen (zie grafiek 1).
- Bedrijfsobligaties van het type investment grade en high yield noteren relatief goedkoop. De kredietpremies noteren boven het historisch gemiddelde. Centrale banken treden op als grote kopers in deze activaklasse. Dit werkt koers-ondersteunend.

Grafiek 1 Procent van de tijd dat de aandelenmarkt goedkoper was dan nu. (CAPE = cyclically adjusted price-to-earnings ratio)



Bron: Bloomberg, Research Affiliates

CONCLUSIE ASSET ALLOCATIE

- Onze convictie over bepaalde regio's en sectoren wordt minder groot dan voorheen. We hanteren eerder neutrale wegingen dan begin dit jaar. Stock- en bond picking moeten het verschil maken. Onze neutrale opinie is vooral een gevolg van de sterk contrasterende en troebele vooruitzichten die blijven schipperen tussen negatief en positief.
- We hanteren een **neutraal** advies op aandelen en cash. We **overwegen** alternatieve beleggingen en **onderwegen** obligaties.
- Binnen de **regio's** zijn we vanaf nu ook neutraal tussen de ontwikkelde markten en groeiemarkten. Bepaalde leidende indicatoren wijzen op sneller herstel in Aziatische markten gekoppeld aan goedkopere waarderingen. Latijns-Amerika bevindt zich nog steeds in het centrum van de wereldwijde recessie. Binnen de ontwikkelde markten opteren we sinds kort voor meer Europese aandelen. Het cyclisch

karakter gekoppeld aan lagere waarderingen speelt wellicht in hun voordeel als de wereldeconomie blijft herstellen. Echter, het merendeel van het waarderingsverschil is te wijten aan de sectorverdeling tussen Amerikaanse aandelen (meer technologiebedrijven) en Europese aandelen (meer financiële bedrijven). Gecorrigeerd voor sectorverschillen zijn Europese aandelen niet veel goedkoper dan hun Amerikaanse tegenhangers. De discussie tussen een voorkeur voor Amerikaanse en Europese aandelen wordt naar de toekomst toe ook minder relevant. Beide regio's omvatten wereldwijde marktleiders. Europese aandelenindices evolueren ook naar een groter gewicht in de technologiesector.

- Op **sectorvlak** blijven we overwogen in technologie en communicatie (interactieve media) en onderwogen in defensieve consumentengoederen en financiële bedrijven. Binnen de financiële sectoren hebben we een voorkeur voor niche verzekeringsmaatschappijen. We verkiezen globale investeringsbanken boven de lokale traditionele banken die zwaar lijden onder herstructureringskosten, regulering en compliance. Een consolidatie in de bankensector dringt zich op. Heel wat financiële bedrijven lopen bovendien hopeloos achterop op vlak van IT-platformen. Nieuwe kleinere spelers met hoogtechnologische platformen gaan de concurrentie aan. Een aantal grote technologiespelers werkt bovendien aan de uitrol van haar eigen financiële dienstverlening. Ze beschikken over de IT-kennis en steunen reeds op een potentiële klantendatabase die in sommige gevallen oploopt tot honderden miljoenen gebruikers.
- 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 groeibedrijven. Waardeaandelen blijven ondermaats presteren versus groeiaandelen. Defensieve aandelenstrategieën die volatiliteit temperen, presteren als gevolg van het cyclisch herstel ook minder sterk dan de markt.
- Op **vastrentend vlak** adviseren we nog steeds het grootste luik in kwalitatieve obligaties van het type investment grade. Wel prefereren we meer bedrijfsobligaties, gegeven de sterk negatieve reële rentevoeten op staatsobligaties. Niettemin, staatsobligaties blijven tactisch vaak gegeerd omwille hun bufferpotentieel in tijden van verhoogde volatiliteit. Voor wie moet beleggen in staatsobligaties vormen inflatie-gelinkte obligaties nog steeds een alternatief. De inflatieverwachtingen blijven laag wat deze activaklasse aantrekkelijker maakt. In Duitsland bijvoorbeeld, noteert de inflatieverwachting voor de volgende tien jaar rond 0,65%. Als de werkelijke inflatie hoger uitvalt, zijn beleggers beter af met inflatie-gelinkte obligaties. 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. 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

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 eenvoudig 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.