



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Tussentijdse update 3 september 2020

GEOPOLITIEK

- **Op 3 november trekt Amerika opnieuw naar de stembus.** De verkiezingsuitslag lijkt belangrijker dan ooit en zal zich wereldwijd laten voelen op zowel sociaal als economisch vlak. We beschouwen de verkiezingen deze keer als een toekomstige trendsetter voor de rest van de Westerse wereld. Evoluëren we verder naar rechts of haalt links opnieuw de bovenhand?
- Volgens de officiële peilingen leidt Biden nog steeds met een enorme voorsprong, maar laten we niet vergeten dat in 2016 de consensus er met dezelfde foutenmarge volledig naast zat. Uit een recent onderzoek blijkt bovendien dat maar liefst 70% van de Republikeinen angst heeft of weigert eerlijk uit te komen voor hun keuze. Recente cijfers laten ook zien dat president Trump deze keer veel meer zou kunnen rekenen op de stem van de Afro-Amerikaanse kiezers. In 2016 stemde ongeveer 5% van de zwarte bevolking op president Trump. Dit zou nu volgens sommige bronnen kunnen oplopen tot 15% à 30%. Tenslotte blijkt uit de laatste officiële cijfers dat Trump een enorme inhaalbeweging aan het maken is in de polls. Trafalgar Group, een van de weinige correcte enquêteurs in 2016, voorspelt opnieuw een Trump-overwinning. Ze publiceren een voorsprong in de zogenaamde 'swing states' in tegenstelling tot mainstream polls.
- **De Amerikaanse verkiezingsuitslag zal ongetwijfeld zijn sporen nalaten op de financiële markten.** We vatten de directe gevolgen van een eventuele Biden-overwinning samen:
 - Een negatieve impact op de Amerikaanse bedrijfswinsten omwille van hogere vennootschapsbelastingen. Er mag onder Biden echter ook gerekend worden op veel meer fiscale stimuli wat dan weer markt-ondersteunend zou werken.
 - Bepaalde sectoren zien we verder afbrokkelen onder een democratische overwinning omwille van aanhoudende regulatie, belastingdruk en klimaatmaatregelen: de oliesector en de financiële sector. Ook de grote farmaceutische bedrijven zouden relatief meer kunnen afzien onder een democratisch bewind.
 - Een Biden-regering beschouwen we als positief voor de technologiesector, de sector van de hernieuwbare energie en de sector van mobiliteit. Socialemediabedrijven zouden onder een Trump-bewind dan weer fors kunnen worden aangevallen omwille van hun rechtse censuurpolitiek.
 - Tenslotte kunnen exportgerichte landen (China, Europa, Latijns-Amerika) en ondernemingen profiteren van president Biden, als die de internationale handelsrelaties opnieuw versterkt.
- **Op vlak van het Corona-virus valt er geen nieuws te melden t.o.v. onze publicatie drie weken geleden. Voor wie deze publicatie miste, herhalen we nog eens exact dezelfde opmerkingen.**

De Europese unie wordt geconfronteerd met een nieuwe golf Corona-gevallen, maar zowel de hospitalisatiegraad- als het sterftcijfer blijven voorlopig extreem laag. De media voeden wel de angst verder door vooral de focus te plaatsen op het stijgend aantal gevallen, wat jammer genoeg kan leiden tot een aanhoudend fragiel consumentenvertrouwen. Er valt niettemin ook heel wat positief nieuws te melden i.v.m. Covid19:

 - Acht weken na de start van de tweede golf blijft het dodental in Europa extreem laag. Tijdens de eerste golf begon het dodental gevoelig te stijgen met ongeveer twee weken vertraging. Een maand is intussen verstreken zonder een exponentieel oplopend dodental. Het dagelijks Europees sterftcijfer varieert al enkele weken rond de 4 per 1.000.000 inwoners, wat hoopvol is. Cijfers vertonen voorlopig - met uitzondering van enkele Oost-Europese landen – ook geen abnormale stijging in het aantal ziekenhuisopnames.¹
 - Ongeveer 90% van de sterfgevallen doet zich momenteel voor boven de leeftijd van 60 jaar. De laatste twee maanden zien we een gevoelige daling in de leeftijd 60-79 en neemt de categorie 80+ het voortouw in de sterftcijfers.

¹ European Centre for disease prevention and control; Coronavirus disease eleventh update; 10 August 2020

- In tegenstelling tot de eerste golf vertoont de meerderheid van de gevallen geen tot milde symptomen zonder vereiste hospitalisatie. In januari-mei waren er respectievelijk 44% en 29% gevallen met geen tot milde symptomen voor een totaal van 73%. De laatste twee maanden vertoont 65% van de gevallen geen symptomen en 26% vertoont milde symptomen. Ongeveer 91% van de positieve geteste gevallen blijft dus ziekenhuisvrij. Het CFR (case fatality rate of sterftcijfer t.o.v. het aantal positieve gevallen) is in Europa de laatste twee maanden gedaald van 8% naar 1%. We weten echter dat er exponentieel meer geïnfecteerde mensen zijn dan tot nu toe wordt gedetecteerd. Academics raken het voorlopig nog niet eens over het werkelijk sterftcijfer (IFR: infection fatality rate, aantal sterftegevallen t.o.v. het totaal aantal totaal geïnfecteerde mensen inclusief deze die niet getest werden). De Wereldhandelsorganisatie plaatste de IFR op 0,6%, Stanford en Oxford maken melding van 0,25% en 0,5%, een studie uit Duitsland spreekt van 0,37%. Opvallend, de IFR blijft dalen naargelang nieuwe studies uitkomen. Ter vergelijking, de IFR van de griep bedraagt gemiddeld 0,1% en kan oplopen tot 0,3% in een zwaar seizoen. Het Ebola-virus heeft een IFR van 50%.
 - In Zweden - het land dat steunde op het gezond verstand van de burgers zonder verplichte lockdowns, social distancing en mondkapjes – blijft een tweede golf voorlopig uit. De laatste twee weken vertonen nauwelijks nog sterftegevallen. Volgens de staatsepidemioloog lijkt Corona meer op een zeer zware seizoensgriep in een lange termijnperspectief (Figuur 2). Een aantal experts claimt bovendien al dat Stockholm misschien immuniteit heeft bereikt. De economische schade is kleiner dan elders in Europa.
 - Een aantal onderzoekers begint te wijzen op het belang van T-cellen.² Hoewel de meeste onderzoekers zich focussen op antilichamen (die vaak terug verdwijnen), blijkt uit onderzoek dat misschien 40% tot 60% van de bevolking immuuncellen heeft die hun natuurlijk resistent maakt tegen het virus. Dit is hoopvol voor toekomstige vaccins.
 - Tenslotte, het virus toont het belang aan van een gezonde levensstijl. Uit onderzoek blijkt dat obesitas, tekorten aan vitamine D, diabetes en hartaandoeningen, die allen het gevolg zijn van een ongezonde levensstijl, de kans op zware symptomen gevoelig doen verhogen.
- **In de Verenigde Staten verbetert de covid-situatie ook de laatste weken.** Het aantal nieuwe gevallen neemt de laatste weken terug af. Dit zien we zowel op nationaal niveau als in de zogenaamde probleemstaten die minder strenge maatregelen treffen.

MARKTINDICATOREN

We merken - met uitzondering van enkele positionele indicatoren - weinig verandering op t.o.v. drie weken geleden.

- Markten stijgen verder hoewel de VIX-index (volatiliteitsindicator) de afgelopen twee weken steeg van 21 naar boven de 25, wat een vreemd gegeven is. De volatiliteitscurve (verdere looptijden) vertoont echter nog geen grote alarmsignalen.
- Financiële condities evolueren gunstig.
- De koerstrend op de MSCI All Country Index is op verschillende tijdspannes positief.
- Positioneringsindicatoren schetsen op korte termijn een meer genuanceerd beeld. Vorige keer meldden we reeds het lage niveau van de Amerikaanse put-call indicator. In het verleden werden dergelijke niveaus vaak gevolgd door consolidatiegolven of correcties in de markt. Ook bepaalde hedge funds en actieve market timers houden veel meer risico aan dan normaal. In het geval van een plotselinge negatieve nieuwsgolf worden dit de eerste verkopers. De komende twee maanden vormen seizoensgewijs meestal ook de zwakste maanden van het jaar. Een korte aandelen correctie naar aanloop van de presidentsverkiezingen zou ons niet verrassen. Tijdelijk van aard weliswaar, want zogenaamde 'slow money' indicatoren tonen aan dat de grote pensioenfondsen en gemengde asset allocatie fondsen nog steeds vrij weinig aandelen aanhouden.

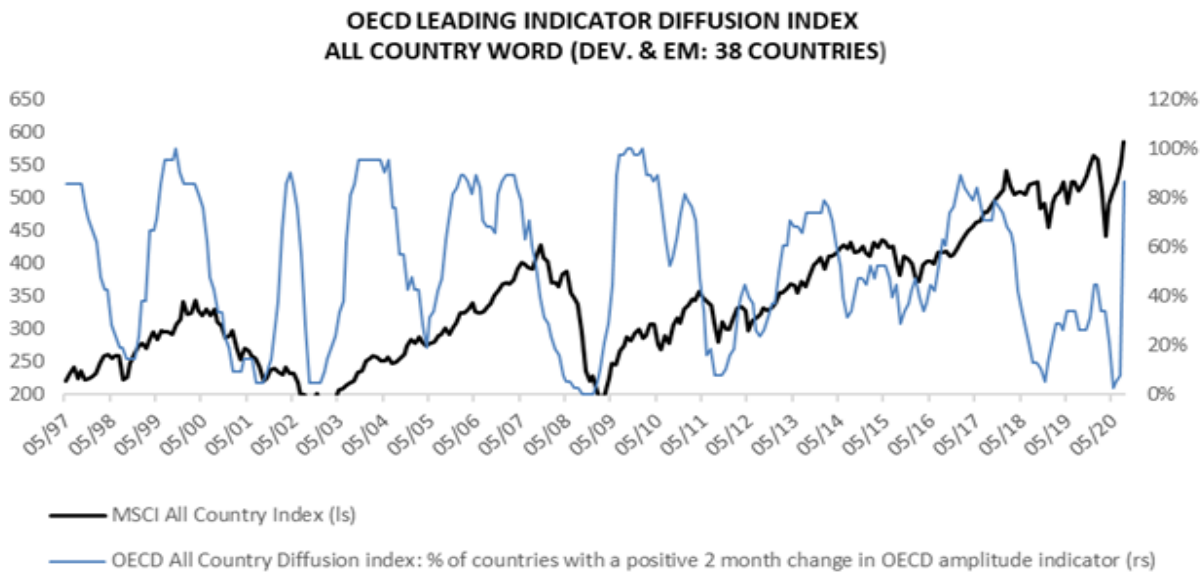
² <https://www.bbc.com/future/article/20200716-the-people-with-hidden-protection-from-covid-19>

Bij een verder economisch herstel gecombineerd met een nul-renteomgeving, zien we deze fondsen verder opschuiven richting risicovolle activa. Dit moet de vraag naar aandelen en de beurskoersen verder ondersteunen.

LEIDENDE MACRO-ECONOMISCHE INDICATOREN

- **De alternatieve *high frequency* indicatoren (indicator die dagelijks of wekelijks worden gepubliceerd) die we volgen, vertonen een zwakker beeld dan drie weken terug.** Het bedrijfsherstel zet door, maar zwakt af in kracht. Hoewel deze indicatoren doorgaans een goede graadmeter zijn, ondervinden ze momenteel een probleem van signaalsterkte. De hogere publicatie-frequentie leidt tot meer vroegtijdige signalen, maar dit ten koste van ruis en volatiliteit waardoor ze ook vaker vatbaar zijn voor foutieve interpretatie.
 - In de VS daalt het consumentenvertrouwen al enkele weken (rellen, verkiezingen,...). Ook het aantal kleine ondernemingen dat de deuren sluit, stijgt opnieuw. Kleine ondernemingen vormen het levensbloed van de Amerikaanse economie. Ze zijn verantwoordelijk voor meer dan 80% van de werkgelegenheid. Permanente werkloosheid wordt een probleem. Wel merken we nog steeds een toename in online kleinhandelsverkopen, huisgerelateerde verkopen en industriële omzet. In de VS heerst de perceptie dat een aantal grote Democratische Staten zijn werkloosheidscijfers hoog wil houden naar aanloop van de verkiezingen. Hun Corona-maatregelen zijn vaak strenger met nefaste economische gevolgen in vergelijking met de Republikeinse staten die minder jobs hebben verloren. Gelukkig verbetert de Corona-situatie terug waardoor de druk op Democratische gouverneurs toeneemt om hun staat te normaliseren.
 - Ook in de Eurozone merken we opnieuw vertraging op in bepaalde regionale mobiliteitsindicatoren. De laatste drie weken stagneert de mobiliteit op het werk, transit, winkels en restaurants. De industriële sectoren zetten wel hun herstel voort.
 - Heel wat Aziatische landen kampen met een enorme val in de toerismecijfers. Toerisme in de Asean-landen is verantwoordelijk voor maar liefst 10% tot 30% van de economische groei. China blijft gespaard. Haar binnenlandse economie geniet momenteel van een sterk macro-economisch momentum dat het herstel voedt bij zowel gezinnen als bedrijven. De 'return-to-normal' is daar quasi realiteit. Restaurantbezoek noteert dicht tegen de vorige piek daar waar de Westerse wereld nog kampt met een terugval van 50% tot 70%. Chinese nachtclubs stellen zich opnieuw toegankelijk voor publiek. Chinese vastgoed- en autoverkopen zitten in de lift.
- **De maandelijkse indicatoren tekenen dan wel weer verbetering op t.o.v. vorige maand.** Een resem aan populaire wereldwijde indicatoren (OECD, PMI, kleinhandelsverkopen,...) tekenen verder herstel op. Meer dan 80% van de landen die we volgen (figuur 1) bevindt zich momenteel in een positieve economische cyclus. Het valt af te wachten in hoever de vertraging van de afgelopen weken een impact zal hebben op de grote leidende indicatoren. Voorlopig denken we aan een tussentijdse, kortstondige dip die zichzelf weer herstelt na de belangrijke Amerikaanse verkiezingen.

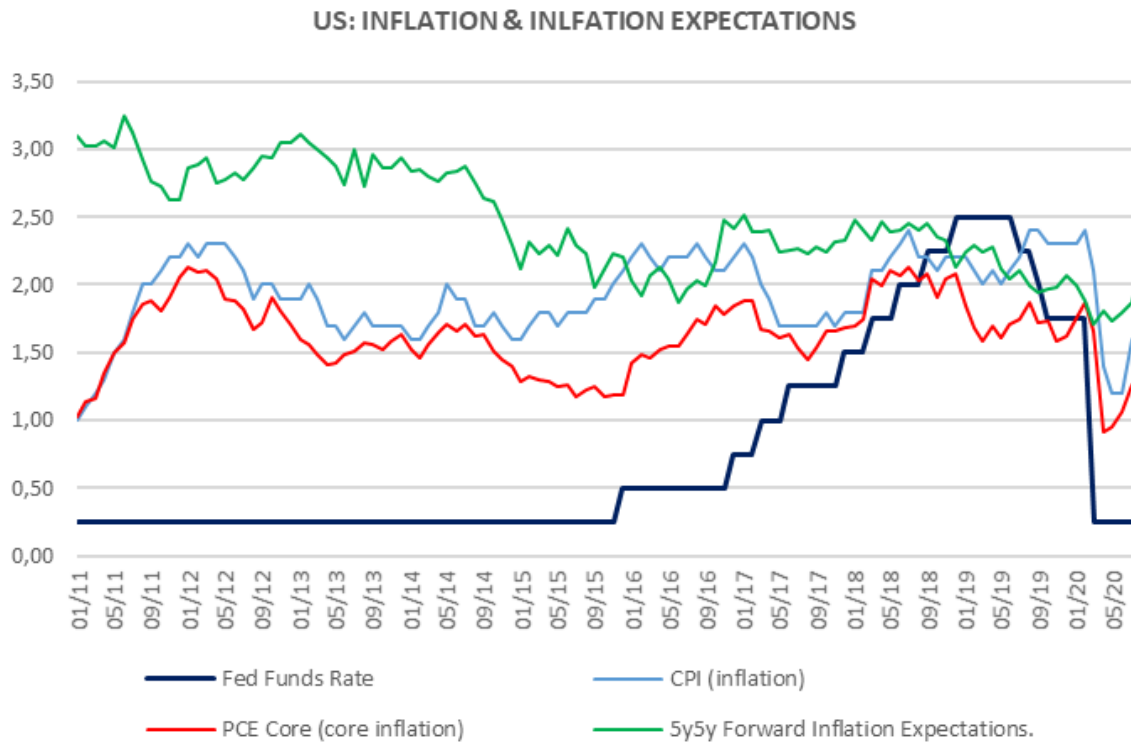
Figuur 1 **Leidende OECD-indicatoren: >80% van alle landen (38) heeft een stijgende OECD- indicator**
(samenvattende indicator die vooruitloopt op economische groei)



MONETAIR & FISCAAL

Op monetair vlak valt er vooral belangrijk nieuws te melden uit de hoek van de Amerikaanse centrale bank. De markt anticepeerde al een tijdje op een grondige strategiewijziging en de Fed loste die verwachting vorige week in. We vatten samen:

- De Amerikaanse centrale bank focust zich via haar rentebeleid en monetaire gereedschapskist op het bereiken van maximale werkgelegenheid en een stabiel prijspeil (inflatiedoel van 2%).
- De Fed communiceerde (Figuur 2) dat ze naar de toekomst toe enerzijds wil focussen op een flexibel gemiddeld inflatiedoel van 2% en anderzijds meer dan bereid is om hiervoor de rente laag te houden, zelfs al zou de arbeidsmarkt later oververhit geraken. Kortom, de korte termijn rente blijft wellicht laag voor jaren ver (de markt rekent al tot 2025) en kwantitatieve versoepeling (het opkopen van obligaties) blijft de norm tot de Fed van oordeel is dat het gemiddelde inflatiepeil over de jaren heen 2% bedraagt. Niemand die weet hoeveel jaar.
- Het is nog maar de vraag of de Fed hierin zal slagen. Haar inflatie-trackrecord is in ieder geval bedroevend.
- Wellicht volgen de andere grote centrale banken in het kielzog van de Fed. Het zou ons niet verbazen mocht de ECB binnenkort gelijkaardige taal uitslaan. Wereldwijde financiële repressie dus. Met welke gevolgen?
- Op termijn blijft deze strategie negatief voor spaarders die negatieve reële rentevoeten (na inflatie) voor langer zullen moeten verdragen. De monetaire politiek lijkt ondersteunend voor aandelenmarkten (hogere inflatie leidt tot hogere prijzen met hogere winsten tot gevolg) en grondstoffen.
- De Fed-strategie drukt momenteel op de dollarkoers, maar als de ECB zou volgen, belast het ook opnieuw de EUR. In ieder geval zou goud moeten kunnen blijven floreren in een omgeving van stijgende geldhoeveelheid en negatieve reële rentevoeten. De Westerse financiële repressie lijkt op langere termijn iets meer ondersteunend voor bepaalde valutakoersen binnen de Emerging Markets.

Figuur 2 Amerikaanse inflatie & inflatieverwachtingen

ASSET ALLOCATIE

CONCLUSIE ASSET ALLOCATIE

- We hanteren een neutraal advies op **aandelen**. We overwegen alternatieve beleggingen en onderwegen obligaties. Cash is neutraal. De kans bestaat dat we omwille van het TINA-principe (there is no alternative) aandelen terug overwegen naar de toekomst toe.
- Op **strategievlak** verkiezen we nog steeds een combinatie van groei, kwaliteit en momentum. Waardeaandelen en dividendaandelen blijven ondermaats presteren versus groeiaandelen. Als het economisch herstel zich verder zet en de pandemie wegebt (twee grote voorwaarden), verwachten we misschien een lichte heropleving van waarde-aandelen in 2021. De lage renteomgeving gekoppeld aan een negatief koersmomentum zonder duidelijke triggers blijven momenteel een doorn in het oog van laag gewaardeerde en diep-cyclische aandelen. Defensieve aandelenstrategieën die de volatiliteit in een portefeuille kunnen temperen, presteren als gevolg van het cyclisch herstel ook minder sterk dan de markt. Een zee van kapitaal trok de voorbije jaren richting defensieve aandelenstrategieën. Dit leidde tot veel hogere aandelenwaarderingen in deze activaklasse. Momenteel oefent dit een negatief effect uit op deze aandelen. Alle aandelenstrategieën zijn op middellange termijn cyclisch van aard met jaren van outperformance gevolgd door underperformance en vice versa. Geen enkele strategie biedt consistente outperformance. Vandaar het belang van de lange termijn wanneer bepaalde populaire strategieën worden geïmplementeerd op portefeuilleniveau. Defensieve aandelen zullen pas hun meerwaarde opnieuw bewijzen in een volgende beurscorrectie. Laat ze toch vooral niet links liggen. Beschouw ze als een verzekering voor het geval opnieuw iets misloopt. U kan meer of minder alloceren in defensieve strategieën naargelang het economisch klimaat, maar weet dat de perfecte timing niet bestaat.
- Op **sectorvlak** blijven we overwogen in technologie, industriële bedrijven, cyclische consumentengoederen en communicatie (interactieve media). We adviseren een onderweging in defensieve consumentengoederen en financiële bedrijven. Energie en banken onderwegen we sinds jaar en dag, maar ze staan op onze watchlist. Misschien dat we deze sectoren in het geval van een Trump-overwinning tijdelijk overwegen.

- **Binnen de regio's** blijven we neutraal tussen de ontwikkelde markten en de groeiemarkten. Bepaalde leidende indicatoren wijzen op sneller herstel in Aziatische markten gekoppeld aan goedkopere waarderingen. De grote val in het toerisme blijft de regio wel kopzorgen baren. China herstelt wel snel en dat vertaalt zich in stijgende bedrijfswinsten. China is momenteel de enige regio die we overwegen binnen de groeilanden. Latijns-Amerika bevindt zich nog steeds in het centrum van de wereldwijde recessie, maar Corona vlakkt uit en er lijkt zelfs sprake te zijn van meer immuniteit op lange termijn. Het Chinees herstel dat leidt tot hogere grondstofprijzen zou positief moeten inwerken op de regio. Afwachten dus. 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 als de wereldeconomie blijft herstellen. Echter, het merendeel van het waarderingsverschil is te wijten aan de sectorverdeling (technologie en financiële bedrijven) tussen Amerikaanse en Europese aandelen. 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. De laatste weken zijn we wel teleurgesteld in de Europese bedrijfsresultaten. Ook de sterkere euro doet Europese aandelen voorlopig geen goed.
- Op **vastrentend** vlak prefereren we meer bedrijfsobligaties - gegeven de sterk negatieve reële rentevoeten - boven staatsobligaties. Voor wie moet beleggen in staatsobligaties, vormen inflatiegelinkte obligaties nog steeds een alternatief. De inflatieverwachtingen stijgen. Binnen het risicoluik 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. De correctie in de goudkoers van de afgelopen weken lijkt technisch van aard. Goud was technisch overkocht. Naast fysiek goud hechten we ook belang aan de 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 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.