



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Tussentijdse update 5 oktober 2020

NIEUWS & GEOPOLITIEK

De geopolitieke situatie wordt op dit ogenblik beheerst door drie zaken:

- De Covid19-problematiek blijft de krantenkoppen domineren. De constante focus op het aantal positieve gevallen, die hier en daar leidt tot nieuwe sociale beperkingen in Europa, maakt de markten nerveus. Israël voerde opnieuw een complete lockdown door met sluiting van alle niet-essentiële zaken, een gevaarlijk precedent. Ook Madrid plaatste opnieuw bepaalde wijken in quarantaine. Nochtans blijven de Europese hospitalisaties en sterftcijfers extreem laag in vergelijking met de eerste golf. Het argument dat deze cijfers met vertraging reageren op het aantal besmettingen lijkt steeds minder steek te houden. Normaliter zouden de hospitalisaties al exponentieel moeten stijgen indien we hetzelfde traject volgen als maart. Dat zien we niet. Geruststellend is dat er bij de politieke consensus meer en meer het besef doordringt welke ravage complete lockdowns met zich meebrengt: economische verwoesting, stijgende werkloosheid, armoede en depressies. In dat opzicht verwachten we, indien nodig, graduele lokale beperkingen die een normaal economisch leven min of meer moeten blijven garanderen. Leren leven met het virus noemt men dat. Het feit dat de media eindelijk wetenschappers aan het woord laten die een kritische visie formuleren op het virus, is hoopgevend. Een aantal vooraanstaande experts van Yale, Harvard en Oxford maken de volgende kanttekeningen:
 - Sommige testkits zouden te gevoelig zijn en mogelijk restjes opvangen van vroegere verkoudheden.
 - De immuniteitsgrens ligt misschien wel op 15% à 30% in plaats van de eerder vooropgestelde 70% à 80%. Dit zou te wijten zijn aan het bestaan van T-cellen en andere natuurlijke antilichamen.
 - Het virus lijkt te muteren in een minder agressieve vorm (Singapore University).
- Ook de Amerikaanse verkiezingen beheersen – zoals aangekondigd in vorige publicaties – het nieuws. Markten houden niet van onzekerheid naar aanloop van belangrijke gebeurtenissen. Uit historische studies blijkt dat de volatiliteit meestal stijgt naar aanloop van de verkiezingen om vervolgens terug te normaliseren. Koppel dit aan de seizoensgebonden zwakke beursmaanden september en oktober en we hebben het perfecte excuus in de maak voor winstnemingen die leiden tot een korte beurscorrectie. Bij de strijd om het presidentschap van Amerika, tussen huidig president Donald Trump en presidentskandidaat Joe Biden, wordt de mogelijkheid geopperd dat de verkiezingsuitslag betwist zal worden door Donald Trump. Dit zou tot nóg meer onzekerheid leiden. Het jaar 2000 biedt ons hier het enig historisch precedent als leidraad. De Bush-Gore uitslag werd tussen 3 november en 12 december 2000 fel bevochten met een uiteindelijke beslissing door het Hooggerechtshof in het voordeel van Bush. In die tussentijd verloor de S&P 500 ongeveer 6%, met outperformance van defensieve sectoren, dollar, goud en staatsobligaties.
- Brexit lijkt nog het minste van onze zorgen, maar ook hier circuleren de doemberichten, nu Boris Johnson tijdens een stemronde in het Brits parlement bepaalde onderdelen van het terugtredingsakkoord wijzigde. De EU is flagrant tegen en aldus stijgt de kans op een harde Brexit wanneer de transitieperiode afloopt per einde december. Bij een no-deal worden de goederen en diensten vanuit het VK onderworpen aan normale handelstarieven. Dit komt niemand ten goede en zou leiden tot economische schade in beide regio's. Wellicht duren de onderhandelingen en de suspense nog heel het jaar voort. Die onzekerheid drukt hoofdzakelijk op de Europese financiële sector die we al sinds jaar en dag zwaar onderwegen in onze portefeuilles. Banken en verzekeringsmaatschappijen noteren goedkoop, maar de fundamentele en macro-economische drivers wegen continu op het beleggerssentiment. Bovendien menen we dat de waarderingen nog goedkoper kunnen worden.

MARKTINDICATOREN

- Korte termijn volatiliteitsindicatoren wijzen nu al drie weken op een “risk-off” situatie gelinkt aan geopolitieke zorgen. Financiële condities daarentegen blijven nog steeds onder controle. We merken op dat de bancaire stress voorlopig niet explodeert zoals tijdens de beurscorrectie van maart.
- De aandelenmarkten bevinden zich op technisch vlak in een negatieve kortetermijntrend. De eerste belangrijke steun ligt ongeveer 4% tot 7% lager. De lange termijn trend blijft tot bewijs van het tegendeel voorlopig stijgend. Meer dan de helft van de aandelen in de wereldindex vertonen een stijgende lange termijntrend. Heel wat aandelen noteren nog steeds dicht tegen hun 52-wekelijks hoogtepunt, wat wijst op aanhoudende sterkte in bepaalde sectoren. De beurscorrectie vindt vooral plaats in de mega caps die de grote indices trekken.
- Korte termijn speculatieve positioneringsindicatoren houden ons sceptisch op heel korte termijn. We merken weinig paniek op in bepaalde van deze indicatoren ondanks de beurscorrectie. Paniekmomenten in speculatieve positionering vallen vaak samen met tussentijdse bodems. Nog niet dus vanuit dit perspectief.
- Lange termijn sentiments- en positioneringsindicatoren (figuur 1) vertonen wel een hoopgevend beeld: pensioenfondsen, vermogensbeheerders, normale fondsen en alternatieve fondsen houden minder risico aan dan normaal. De voorbije twee jaar vluchtten heel wat beleggers weg in defensieve activa zoals staatsobligaties, goud en cash. De omvang hiervan is groter dan in 2008. Eenmaal de economie en markten later dit jaar stabiliseren, staat de weg volledig open voor een omslag in deze kapitaalstromen.

Figuur 1 Kapitaalstromen in Amerikaanse fondsen: risicovolle fondsen (aandelen) versus defensieve fondsen (obligaties, geldmarkten,...)

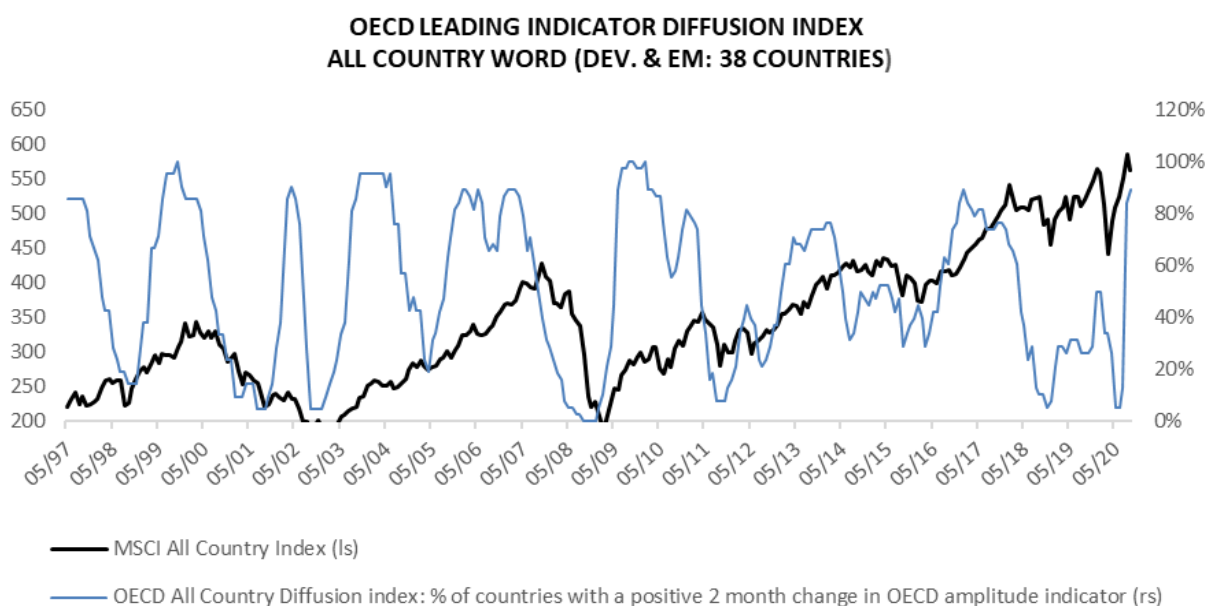


Bron: Goldman Sachs

MACRO-ECONOMISCH

- Wekelijkse, alternatieve hoge frequentie-indicatoren, die de economische activiteit in kaart brengen, alarmeren sinds een aantal weken de markten. We merken een stabilisatie en kleine daling op in bepaalde mobiliteitsindicatoren (met uitzondering van Japan waar we fors herstel zien) die vooral het gevolg zijn van hernieuwde Corona-angst en graduele sociale beperkingen. Belangrijk op te merken is dat we vooral opnieuw vertraging bespeuren in dienstensectoren zoals restaurant- en hotels, eventsectoren, reisactiviteit en publiek transport. E-commerce activiteit en de sportindustrie zijn uitzonderingen die blijven groei vertonen. Ook in de industriële sectoren merken we gestage verbetering op. De wekelijkse Amerikaanse staalproductie - die steeds vooruitloopt op wereldwijde industriële activiteit - herstelt de laatste weken verder. In dat opzicht blijft een sectorpositionering die het midden houdt tussen technologie en industriële bedrijven verantwoord.
- De traditionele grote globale maandelijkse indicatoren verbeteren verder. Van de 38 landen die we volgen, heeft 90% een leidende economische OECD-indicator die al twee maanden op rij stijgt (figuur 2).
- In de Verenigde Staten zagen we een gevoelige stijging in de Dallas Fed en Chicago PMI index. Ook de Chemical Activity Barometer (opnieuw een voorlopende indicator van industriële activiteit) herstelt fors. De maandelijkse ADP-jobcijfers waren beter dan verwacht.
- De Eurozone kampt met disinflatie zoals blijkt uit de laatste inflatiecijfers. Het deflatiegevaar loert om de hoek en maakt de ECB opnieuw scherp (zie verder). Eurozone kleinhandelsverkopten vallen opnieuw ontgoocheland terug. De werkloosheid steeg bedroevend van 7,7% naar 7,9%. De trend is opwaarts. De periferielanden zien af. In de VS daarentegen merken we een dalende trend op. De werkloosheid verbeterde van 10,4% naar 8,4%.
- Japan publiceerde een aantal optimistische cijfers en dit vormt bewijs van cyclisch wereldwijd herstel. De industriële productie herstelt en kleinhandelsverkopten zitten opnieuw in de lift. De beurs van Japan blijft echter underperformance vertonen t.o.v. de wereldindex. Het grote gewicht aan banken lijkt hiervoor verantwoordelijk. Japanse bedrijven in de medische- en consumentensector presteren wel sterk.
- In China steeg de PMI-index van 54,5 naar 55,1. Alle sectoren zitten in de lift. De dienstensector lijkt bijna genormaliseerd met restaurantactiviteit quasi op hetzelfde niveau als vorig jaar. Chinese E-commerce verkopen groeien fors. China versoepelt sinds kort ook zijn grenzenbeleid naar buitenlanders toe.

Figuur 2: Percentage landen met een stijgende economische leidende OECD-indicator



MONETAIR & FISCAAL

- Zowel de Amerikaanse Fed als de Europese ECB wijzen erop dat het economisch herstel niet afgerond is en dat meer fiscale stimuli nodig zijn. De markten reageren voorlopig ontgoochelend op de fiscale vooruitgang in beide regio's.
 - Het Amerikaans congres zit in een impasse. De geplande nieuwe stimuli komen er pas in 2021, volgens bepaalde waarnemers. Een lange tijd om te overbruggen tijdens een periode van hoge werkloosheid. Een plotseling akkoord kan de markten positief verrassen.
 - Het Europees herstelplan van 1,8 triljoen EUR loopt vertraging op. Alle landen dienen hun ratificatie te geven. Hongarije en Polen liggen dwars. De EU wil de geplande transfers naar probleemlanden laten afhangen van de compliance met de zogenaamde Rule-Of-Law. Als de Europese Commissie van oordeel is dat een regering een beleid voert in strijd met de grondwet, zou ze de herstelbetalingen kunnen stopzetten. Dit is helemaal niet naar de zin van de Hongaarse president Victor Orban.
- De ECB schroeft wellicht de aankoop van obligaties op nu de inflatiecijfers tegenvallen. Meer liquiditeit die zijn weg kan vinden naar de Europese staats- en bedrijfsobligaties is het gevolg, waardoor kredietpremies lager kunnen. Lagere kredietpremies zijn uiteindelijk ook positief voor aandelenmarkten.
- De Chinese centrale bank plant weinig extra maatregelen nu de economie quasi normaliseert. Chinese beleidsmakers keuren binnenkort een nieuw 5-jarig plan goed. Dit plan zet vooral in op digitale infrastructuur, hernieuwbare energie, e-commerce, biotech en technologie.

FUNDAMENTEEL

- Het resultatenseizoen schiet binnen twee weken terug uit de startblokken. Analisten hebben hun verwachtingen reeds fors opwaarts bijgesteld. Bijgevolg verwachten we weinig opwaartse verrassingen in tegenstelling tot vorig kwartaal. Het wordt vooral uitkijken naar de revisies voor volgend jaar.
- Twee zaken vinden we hier belangrijk: bevestigen industriële bedrijven het macro-economisch herstel en zien we een opleving in het analistensentiment in de financiële sector?

WAARDERINGEN

- Ook op waardering vlak verandert er opnieuw weinig en herhalen we onze punten uit vorige publicaties. Amerikaanse aandelen noteren na de remonte terug tegen vrij hoge waarderingsratio's in historisch perspectief. De S&P 500 noteert momenteel rond 3370 punten. Uit onze simulaties blijkt dat een niveau van 3500 punten extreem duur wordt. Goedkope en spotgoedkope niveaus bevinden zich respectievelijk op 2100 en 1700 punten. Op relatief waardering vlak - versus cash en staatsobligaties- noteert de aandelenrisicopremie hoger dan gemiddeld. De kans lijkt hiermee 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.
- 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. Wellicht schroeft de ECB haar steunprogramma nog verder op. Dit werkt koersondersteunend.

CONCLUSIE ASSET ALLOCATIE

It's a market of stocks, not a stock market. Het is belangrijk ons een beeld te vormen van de beursgemiddelden zoals hierboven, maar in deze omgeving maak je vooral het verschil door te focussen op **individuele aandelenselectie** en **sectorallocaties**.

- We hanteren nog steeds een **neutraal advies op aandelen**. We **overwegen alternatieve strategieën** en **onderwegen obligaties**. Cash is neutraal. De afgelopen maanden was de verleiding groot om het aandelenluik verder op te schroeven, maar de recente beurscorrectie bewees het tegendeel. Op korte termijn lijkt een neutrale tot voorzichtige houding nog steeds aangewezen en zijn we niet echt grote kopers, maar misschien biedt de verkiezingsonzekerheid eindelijk ruimte om erna het aandelengewicht op te schroeven. Op middellange termijn lijkt het ons immers mogelijk dat aandelen beter presteren dan obligaties, gegeven de lage rente-omgeving. Hiervoor lijken ons twee extra condities noodzakelijk: een tweede grote lockdown moet absoluut worden vermeden en de geplande fiscale stimuli moeten kans krijgen tot goedkeuring. De hoge frequentie-indicatoren moeten ook verbeteren op dienstenvlak. Voorlopig kijken we nog even de kat uit de boom.
- Op **sectorvlak** voeren we geen drastische wijzigingen door. We blijven sterk **onderwogen** in de **financiële – en energiesectoren**. **Technologie en industriële bedrijven** blijven **overwogen**. Wel hebben we de blootstelling op bepaalde technologiebedrijven afgeroomd tijdens de technische correcties, maar de tech-correctie lijkt inderdaad eerder kortstondig en technisch van aard. Ondanks de hoge waarderingen blijven de fundamentele evoluties echter gezond voor de sector. De vergelijking met de internetbubbel van eind de jaren negentig gaat volgens ons nog niet op gezien de winstgevendheid in de sector. Waarderingen worden wel belangrijker als beslissingscriteria, waardoor het opletten is met bepaalde extreem dure tech-bedrijven die ontgoochelen in hun resultaten.
- Binnen de **regio's** zijn we **neutraal** tussen de ontwikkelde markten en groeiemarkten. Groeiemarkten maken ongeveer 12% uit van de MSCI All Country index. Vooral de Chinese aandelenmarkten lijken momenteel verder interessant. We zien nog weinig signalen om grote posities te nemen in andere groeielanden. Binnen de Westerse aandelenmarkten hechten we terug wat meer belang aan Amerikaanse aandelen ondanks de oplopende verkiezingsangst. De Europese winstcijfers ontgoochelen verder op relatieve basis, het koersmomentum blijft zwak en de oplopende restrictiemaatregelen omwille van Corona gooien opnieuw wat roet in het eten.
- Op **strategievlak** hanteren we 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 sommige groei-bedrijven. 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 (minimum BBB- rating). Wel prefereren we meer bedrijfsobligaties gegeven de sterk negatieve reële rentevoeten op staatsobligaties. Niettemin, staatsobligaties blijven tactisch vaak gegeerd omwille van 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 boven Emerging Market obligaties.

- Binnen het **alternatief luik** raden we nog steeds een positie aan in fysiek goud, maar ook hier mogen posities tactisch worden verlicht omwille van technische winstnames. 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 globale 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 verveelvoudigd 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.