



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Update 7 januari 2021

Wij wensen u een gelukkig en vooral een gezond 2021!

In de VS liepen de belangrijke en langverwachte verkiezingsuitslagen van de staat Georgia binnen. Als er nog twijfel bestond over de overwinning van Joe Biden in deze staat, verdwijnt deze met de overwinning van de twee Democratische senatoren Jon Ossoff and Raphael Warnock. Beide heren schrijven hiermee geschiedenis en zorgen ervoor dat de Democraten terug op gelijke voet komen met de Republikeinen op basis van de zetelverdeling in de Senaat. De toekomstige vicepresident Kamala Harris krijgt een extra stem waardoor de Democraten nu zowel het parlement als de senaat controleren in het Amerikaanse congres. Dit brengt volgende implicaties met zich mee:

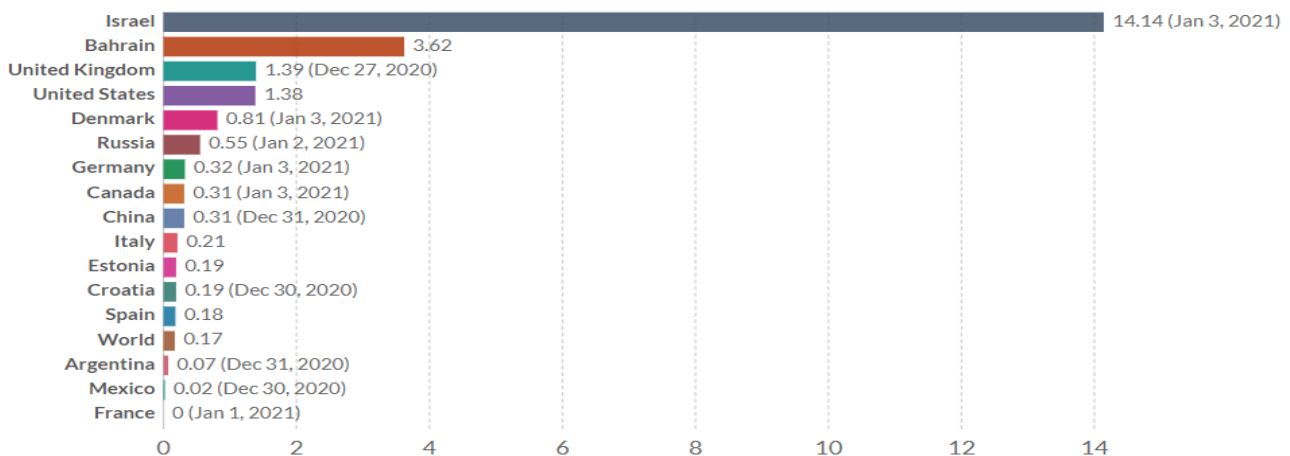
- De democraten krijgen veel meer ruimte om hervormingen door te voeren op vlak van gezondheidszorg, klimaat en belastingen. Niettemin is er nog steeds de zogenaamde filibuster waarbij 60 senaatsstemmen van de 100 nodig zijn om een debat te kunnen sluiten en beslissingen te nemen over diepgaande wetswijzigingen. De Republikeinen behouden dus wel degelijk de mogelijkheid om zaken op de lange baan te schuiven.
- Verwacht wordt dat nog meer fiscale stimuli zullen vloeien richting infrastructuur, hernieuwbare energie en de consument. Anderzijds mogen bedrijven en vermogende particulieren zich wellicht klaar maken voor hogere belastingtarieven. We verwachten ook iets minder fiscale discipline met zware druk op de al fors negatieve begrotingstekorten. Dit kan leiden tot kapitaalstromen die verder wegvlugten uit de dollar. Emerging Markets lijken hiervan opnieuw te kunnen profiteren met Azië op kop.
- De markten reageren gunstig. Nog meer fiscale stimuli, normalisatie van bilaterale handelsrelaties en een minder confronterend geopolitiek beleid leiden tot een optimistisch sentiment. Cyclische sectoren profiteren, een trend die volgens ons de komende maanden zal aanhouden.

GEOPOLITIEK

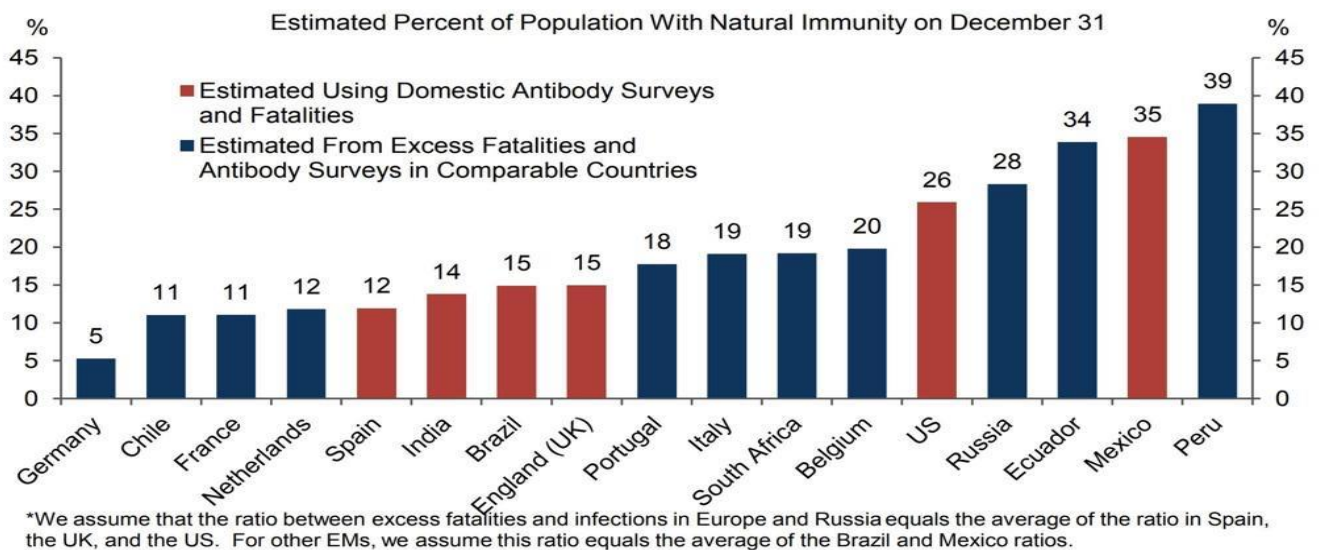
Positieve evoluties:

- Coronavaccins worden nu al enkele weken wereldwijd gedistribueerd en toegediend. In de VS en het VK werd intussen 1,4% van de bevolking gevaccineerd. Europa is net gestart en loopt volgens sommige bronnen ruime vertraging op. Israël leidt de vaccin-race met een percentage van 14% (Grafiek 1). Experts hopen dat tenminste 60% tot 70% van de bevolking zich laat vaccineren tegen eind 2021, waarna normaliteit kan terugkeren. Binnen vijf à zes weken mag het noordelijk halfrond hopelijk rekenen op betere weeromstandigheden. Dit zal de kracht van het virus - dat enorm seizoengevoelig is - opnieuw doen afnemen.
- Een aanzienlijk deel van de bevolking is bovendien al resistent geworden tegen het virus (Grafiek 2). In België zou 20% van de bevolking al natuurlijke immuniteit genieten. Duitsland daarentegen - een land met zeer strenge lockdowns - kan slechts steunen op 5%. Natuurlijke immuniteit zal verder stijgen in de loop van het jaar.
- De EU en het VK sloten - zoals verwacht - op de valreep een Brexit-akkoord. De Engelse beurs reageerde de laatste dagen enthousiast. In het huidige raamakkoord merken we een aantal zeer positieve elementen op:
 - de handel van goederen kan met een paar uitzonderingen plaatsvinden zonder tarifiering.
 - bedrijven mogen bieden op overheidscontracten in beide regio's.
 - commercieel en residentieel transport wordt mogelijk zonder extra vergunningen.
 - het VK mag gebruik maken van een bestaand akkoord tussen de EU en Turkije om toegang te behouden tot de Turkse markt.

We zien een meer negatieve evolutie in de dienstenindustrie. Beide regio's erkennen niet langer beroepskwalificaties, diploma's en ervaring. Voor de hele financiële industrie wordt tegen maart 2021 nog een apart akkoord uitgedokterd. Men verwacht dat de rol van Londen als cruciale financiële dienstverlener niet al te streng zal afzien.

Grafiek 1 Percentage van de bevolking die het vaccin reeds kreeg toegediend

Source: OurWorldInData.Org

Grafiek 2 Percentage van de bevolking met natuurlijke immuniteit

Source: JHU CSSE, The Economist, Goldman Sachs Global Investment Research

Negatieve evoluties:

- Het vaccin komt geen moment te vroeg. Het VK en heel wat Europese landen implementeren strengere lockdown-maatregelen die wellicht kunnen aanhouden tot einde maart. De mutatie in het virus leidt tot extra zorgen. Echter, de meeste wetenschappers lijken vooralsnog van oordeel dat het vaccin ook efficiënt zal inwerken op mutaties. Indien dit niet het geval is, zou het acht tot tien weken duren om het bestaande vaccin aan te passen aan een gemuteerd virus.
- De hoge economische groeiverwachting voor 2021 kan de komende weken lijden onder negatieve revisies. De monetaire en fiscale overheidssteun zal meer dan welkom zijn tijdens het eerste kwartaal om de economische pijn opnieuw te verzachten.
- De Chinese overheid legt de grote Chinese techbedrijven strenger aan banden. Een gelijkaardige evolutie merken we op in de VS en Europa waar de grootste antitrustzaken sinds Microsoft (2000) worden gelanceerd tegen internetgiganten zoals Amazon en Alphabet. Er wordt vooral geijverd voor een verbod op bepaalde zaken zoals: het delen van online klantgegevens tussen bedrijven, het verkopen met verlies om marktaandeel af te snoepen en het dwingen van bedrijven tot exclusieve samenwerking. Dit kan wegen op het korte termijn sentiment voor grotere technologie-aandelen, maar meer concurrentie brengt in het algemeen een positieve evolutie voor de sector met zich mee.

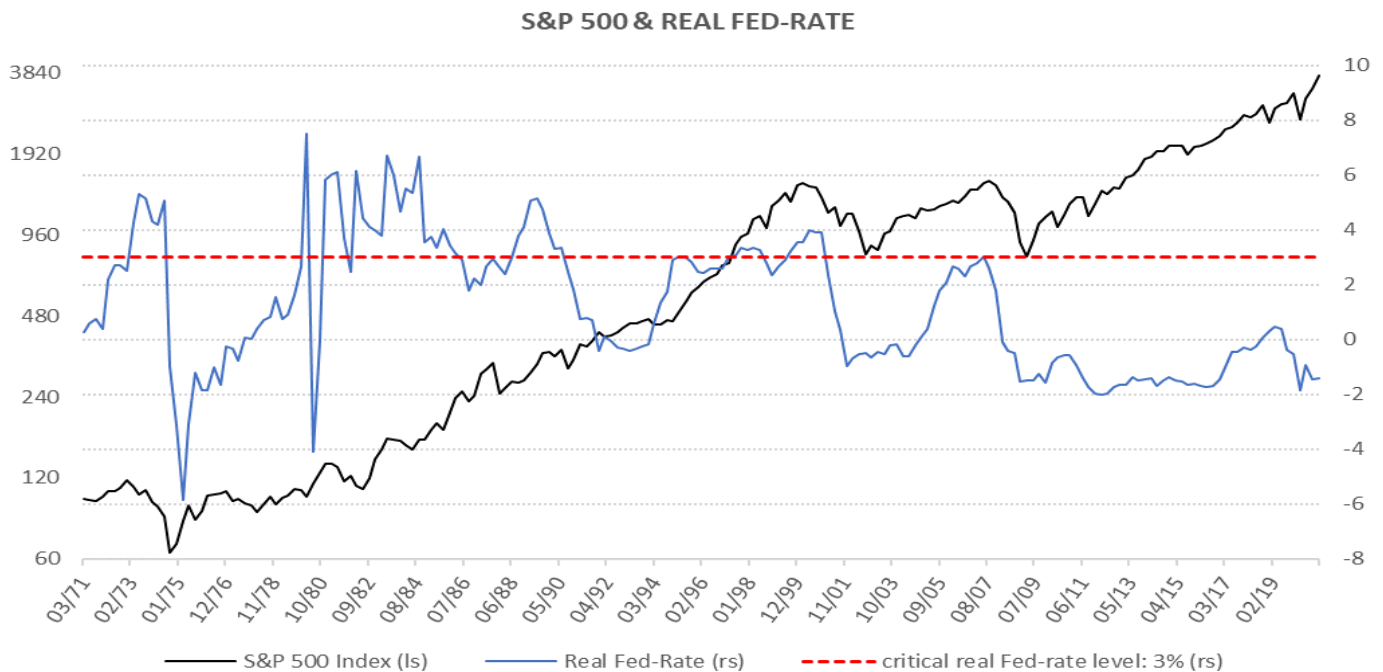
MARKTINDICATOREN

De meerderheid van onze technische korte termijn marktindicatoren evolueert gunstig. Financiële condities zijn geruststellend, de grote aandelenmarkten vertonen positieve trends en de marktbreedte lijkt gezond. Ook een aantal cross-asset relaties wijst op een aanhoudende risk-on omgeving: een zwak momentum in defensieve sectoren, de dollar en langlopende staatsobligaties. Goud kreeg sinds kort wel opnieuw wat vleugels en genoot van een positiever momentum versus wereldaandelen.

Enkel bepaalde sentiments- en positioneringsmodellen wijzen op de mogelijkheid van een technische korte termijn correctie of consolidatie. Een aantal indicatoren wijst op extreem optimisme in bepaalde markten. Zo noteert de S&P 500 index ongeveer 15% of twee standaarddeviaties boven zijn 200-daags gemiddelde. Technische analisten bestempelen dit vaak als een overgekochte situatie. Echter, als we historisch deze signalen bekijken, merken we op dat ze op heel korte termijn (enkele weken of maanden) soms gevolgd worden door mini-correcties of consolidaties, maar dat de markt daarna vaak een sterk positieve trend herneemt. De beurzen corrigeren - historisch gezien - gemiddeld driemaal per jaar met 5% à 10%, een normaal ritme waar de geduldige aandelenbelegger best tracht door te kijken. Mogelijke katalysatoren voor een eerstvolgende correctie of consolidatie zijn: negatieve revisies in economische groeiverwachtingen als gevolg van strengere lockdowns, technische winstnemingen na de sterke rit van de afgelopen maanden en een plotse verkoopgolf van hedge funds die grote long posities aanhouden. We verwachten dat de buy-the-dip mentaliteit zal aanhouden als gevolg van de ultra-lage rente-omgeving, de brede wereldwijde fiscale en monetaire steun en de hoop op snelle immunisatie van de bevolking na voldoende vaccinatie.

MONETAIR EN FISCAAL

- In de VS (net als in Europa) zullen de fiscale stimuli voor een groot deel worden aangewend voor investeringen in hernieuwbare energie. Vooral offshore windenergiebedrijven zullen sterk profiteren van belastingverlagingen en subsidies. Hernieuwbare energie was al een dominante trend op de beurzen in 2021. Toch willen we beleggers waarschuwen die nog op middellange termijn willen investeren in het thema. Wellicht volgt een beter instapmoment. De recente stijging is exponentieel, met waarderingen die toch bubbelporporties beginnen aan te nemen. Deze omgeving is ideaal voor kortetermijnbeleggers, maar hou de trend en het momentum van deze aandelen sterk in de gaten. Bouw posities af van zodra verzwakking optreedt.
- *Don't fight the Fed!* We beklemtonen nogmaals de drastische verandering die de Amerikaanse centrale bank (Fed) sinds kort heeft doorgevoerd in zijn monetair beleid. In het verleden werd een stierenmarkt in aandelen vaak in de kiem gesmoord door een reeks renteverhogingen die de reële korte rente (na inflatie) boven de 3% deed uitstijgen (Grafiek 3). De huidige Fed-rente bedraagt, na aftrek van inflatie, slechts -1,3%. Als we de voorzitter van de Fed Jerome Powell mogen geloven zal de Fed - voor het eerst in haar geschiedenis - geen contra-cyclische houding hanteren. Integendeel, ze lijkt bereid de rente laag te houden gedurende jaren en de inflatie te laten stijgen tot ver boven de 2% om de deflatoire spiraal van het afgelopen decennium te compenseren. De eerste jaren van het economisch herstel moeten we dus geen renteverhoging verwachten. Het wordt interessant om op te volgen of Powell zijn woord zal houden. Of trekken de centrale banken toch hun woorden in bij hogere inflatievoeten? Dit nieuw monetair beleid kan op lange termijn leiden tot financiële condities die langer gunstig blijven en de markten stuwen, met een lagere dollar, met een wijziging van kapitaalstromen richting Emerging Markets en met een eventuele heropleving van de grondstoffencyclus.

Grafiek 3 De Amerikaanse beurs (S&P 500) en het centrale bank tarief na inflatie

Source: Merit Macro, Bloomberg data **Nota:** De zwarte lijn geeft de evolutie weer van de S&P 500 sinds 1971. De blauwe lijn weerspiegelt de reële korte rente berekend als Fed-rente minus de inflatie. De rode lijn geeft de kritische grens van 3% weer. Een aantal grote beursmarkten (1973, 2000-2003, 2008) vond plaats nadat de Fed de reële rente optrok tot boven de 3%. De huidige reële rente bedraagt -1,3%.

- In Latijns-Amerika hebben de zorgen wat weg rond de grote Braziliaanse fiscale tekorten met de goedkeuring van een nieuw overheidsbudget dat een tekort nastreeft van 3,5% voor 2021, gevoelig beter dan het tekort van 11% in 2020. In Mexico is er hoop dat de centrale bank de rente dit jaar nog verder kan verlagen van 4,25% richting 3%. Mexico wordt op lange termijn ook vaak gepromoot als een regio die kan profiteren van de outsourcing trend, waarbij Amerikaanse bedrijven hun productiecentra verleggen van China richting Latijns-Amerika dankzij de nieuwe USMCA-deal.ⁱ
- China verplicht zich ertoe om de CO₂-uitstoot met 65% te verminderen tegen 2030. Dit zal enorme investeringen vergen in nieuwe infrastructuur en hernieuwbare energie.

MACRO-ECONOMISCH

- 2021 zet zich opnieuw in als een schizofreen jaar met directe zorgen over de impact van de recente lockdowns die gecompenseerd worden door het optimisme van een sterk herstel later dit jaar, dankzij massale vaccinatie. De markten kijken voorlopig nog steeds door de onmiddellijke bekommernissen, maar indien de lockdown-maatregelen blijven aanhouden na het eerste kwartaal, zullen we ons optimisme toch moeten bijstellen. De laatste wekelijkse hoge-frequentie indicatoren schetsen opnieuw geen fraai beeld voor de dienstenindustrie. Het wereldwijd vliegverkeer en restaurantreservaties vielen de laatste twee weken terug met 10%, na maanden van stabilisatie. Dezelfde trends als begin vorig jaar steken terug de kop op: de groei in e-commerce, streamingdiensten en thuisleveringen veren op. De industriële activiteit herstelt wel verder dankzij de Chinese vraag. Economische groeiverwachtingen voor 2021 noteren stabiel. We merken voorlopig (nog) geen negatieve revisies op.
- Onze maandelijkse wereldwijde indicatoren schetsen nog steeds een gunstig beeld. Exces-liquiditeit (groei in de geldhoeveelheid minus groei in industriële productie) noteert hoog. De Eurozone en China genieten van een sterke krediet-impuls, de groei in nieuwe leningen versus een jaar eerder is enorm. Meer dan 90% van de landen vertoont een stijgende OECD-indicator, vlot boven de kritische grens van 70%. De wereldwijde handel is intussen 90% hersteld t.o.v. een jaar eerder. Exportcijfers evolueren positief. Ook het momentum in wereldwijde werkgelegenheidscijfers is terug positief. Meer en meer landen vertonen een werkloosheidscijfer dat de afgelopen maanden daalde.

- In de VS merken we voor de zoveelste maand op rij sterke huizencijfers op. De renovatie-trend en de vlucht uit de grote steden houdt aan. De industriële PMI-indicator, een vertrouwensindicator, steeg van 57,6 naar 60,7 terwijl er een daling was verwacht. Ook in de Eurozone herstelde de PMI-indicator, met de periferie-landen (Spanje, Italië en Griekenland) op kop.
- Een aantal Aziatische landen binnen Emerging Markets wordt opnieuw geconfronteerd met een stijging in het aantal corona-besmettingen: Zuid-Korea, Japan en Thailand. Latijns-Amerika verloopt positief. De Mexicaanse president Lopez Obrador sluit zich aan bij zijn Braziliaanse tegenhanger Bolsonaro met de uitspraak dat lockdowns geen plaats hebben binnen Mexico en vooral schade aanrichten op lange termijn. De Indische corona-cijfers evolueren zeer gunstig. China blijft volgens de officiële cijfers nog steeds buiten schot. De Chinese macro-indicatoren noteren sterk. De meeste Aziatische landen tekenden verdere verbetering op in hun PMI-cijfers.

FUNDAMENTEEL

- De laatste weken zien we in een aantal sectoren opnieuw sterk opwaartse winstrevizies binnen de analistengemeenschap. De volgende sectoren vertonen het sterkste analistenmomentum: Energy, Discretionary, Industrials, Materials en Financials. Ook Technology en Staples krijgen positieve revisies, maar recent toch minder sterk dan de rest van de sectoren.
- In de VS geeft de Fed de Amerikaanse banken opnieuw toestemming om aandelen in te kopen. In Europa mogen banken opnieuw dividend uitkeren, maar de ECB maant onze banken voorzichtigheid aan met een aantal richtlijnen die niet mogen worden overschreden bij dividendbetaling.
- De grote technologie-aandelen kunnen het iets moeilijker krijgen door het zogenaamde anti-baba sentiment, nu ook de Chinese overheid de monopolies aanvecht.
- Niettemin biedt de sector nog heel wat stock-picking perspectieven met onder meer sterke trends in sub-industrieën zoals de semiconductoren. Ook de work-at-home trend en aandelen die sterk presteerden tijdens de eerste lockdown (gaming, cloud,...) kunnen de komende weken opnieuw relatieve sterkte vertonen.
- De hogere grondstofprijzen in de agrarische sector bieden bepaalde landbouwbedrijven opnieuw perspectief. Voor het eerst sinds lang merken we vroegtijdige signalen op van positief koersmomentum.

ASSET ALLOCATIE

Er zijn geen wijzigingen t.o.v. vorige publicatie. We blijven overwogen op aandelen. De komende weken bestaat er de mogelijkheid dat we kortstondig een klein beetje risico afbouwen in anticipatie op een eventuele mini-correctie. Grote allocatieverschuivingen verwachten we echter voorlopig niet.

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 veelelvoudigd 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.

ⁱ USMCA-deal: handelsakkoord tussen de United States, Mexico & Canada