MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT

Macro-economische Review & Outlook

Update 27 augustus 2021

Inhoud

1 ACTUEEL NIEUWS & GEOPOLITIEK Pagina 3

2 TACTISCHE OBSERVATIES (3m – 6m) Pagina 5
2.1 Marktindicatoren Pagina 5
2.2 Monetair & Fiscaal Pagina 7
2.3 Macro-economisch Pagina 8
2.4 Fundamenteel Pagina 9

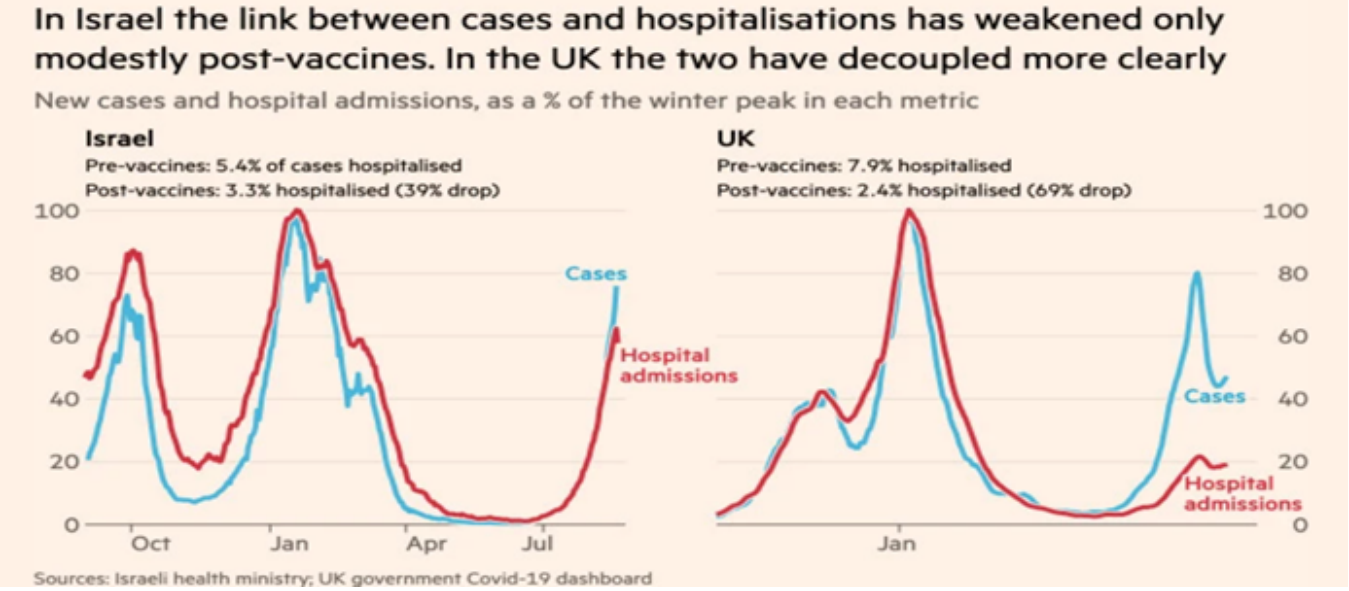
3 TACTISCHE ASSET ALLOCATIE VIEWS Pagina 10
3.1 De grote activa (core) Pagina 10
3.2 Aandelen: strategie (core) Pagina 10
3.3 Aandelen: sectoren en thema's (satellite) Pagina 11
3.4 Aandelen: regio's en landen (satellite) Pagina 12
3.5 Vastrentend en vreemde valuta (core) Pagina 13
3.6 Alternatieven (core) Pagina 13

ALGEMENE INFORMATIE & KANTOREN Pagina 14

1. Actueel nieuws & geopolitiek

- **De snelle daling in de doeltreffendheid van vaccins verrast de wereld.** Uit enkele recente studies blijkt dat de effectiviteit tegen de deltavariant gevoelig daalt na enkele maanden*. Oxford spreekt van een effectiviteit van slechts 50% na 4 maanden. In Israël, het land waar de vaccinatiecampagne het snelst uit de startblokken schoot (80% gevaccineerd) en waar de delta-variant pas veel later arriveerde, zien we de eerste gevolgen (Grafiek 1). Het Israëlische ministerie van gezondheid maakt melding van een huidige effectiviteit van nog slechts 16% voor personen die dubbel gevaccineerd waren in januari van dit jaar. De hospitalisaties lopen opnieuw sterk op. Verrassend is ook dat het risico op besmetting door geïnfecteerde, gevaccineerde personen even groot zou zijn als door geïnfecteerde niet-gevaccineerde personen**. De doeltreffendheid van de zogenaamde vaccin-paspoorten komt hiermee toch op een helling te staan. **Let wel, de vaccins verminderen nog steeds gevoelig de kans op hospitalisatie gedurende het eerste half jaar. Vanaf dan zijn booster-shots wellicht aangewezen.** Israël probeert momenteel een nieuwe lockdown te voorkomen via het toedienen hiervan. De eerste resultaten zijn alvast opnieuw bemoedigend. Ook in de Verenigde Staten blijft het aantal hospitalisaties stijgen, maar hier merken we positieve signalen op. Het aantal ziekenhuisopnames begint te dalen, wat een indicatie is dat de trend doorbroken kan worden. Ook in Azië beginnen de curves te verbeteren. België doet het zeer goed, maar het blijft toch bang afwachten wat de herfst zal brengen.

Grafiek 1 Covid19-infecties, hospitalisaties per miljoen in Israël en in het Verenigd Koninkrijk



* https://www.ft.com/content/23cdbf8c-b5ef-4596-bb46-
** f510606ab556https://www.medrxiv.org/content/10.1101/2021.07.31.21261387v1

1. Actueel nieuws & geopolitiek - vervolg

- **Ex-president Trump zei ooit dat de Amerikaanse bevolking nooit genoeg zou krijgen van "winning", maar president Biden zet de toon met een "losing-streak" van formaat.** De terugtrekking uit Afghanistan was onvermijdelijk en al lang gepland, maar de manier waarop lijkt symbolisch voor wat sommige experts bestempelen als het einde van de Pax Americana*. China en Rusland zien wellicht kansen in een diplomatische samenwerking met een Taliban-regime. Afghanistan is rijk aan grondstoffen en verschaft de landen een snelle toegang tot goedkope Iraanse olie, een land waar China overigens miljardendeals heeft lopen in de ontwikkeling van de energiesector. Het Biden-regime - dat het binnenlandse aanbod aan olie en gas sterk reguleert - smeekte de OPEC-landen onlangs om de productie op te schroeven om zo lagere olie- en gasprijzen te verkrijgen voor de Amerikaanse consument. Qua internationale vernedering kan dit tellen. De meer dominante militaire en economische macht van China en Rusland in het Midden-Oosten zijn positieve factoren voor deze landen op lange termijn. De chaotische terugtrekking uit Afghanistan is de Chinese militaire instanties tenslotte niet ontgaan. Gelet op het gedrag van de Verenigde Staten, lijkt een annexatie van Taiwan opnieuw waarschijnlijker.

- **Deze week vergaderen de Amerikaanse centrale bankiers samen met internationale academici en ministers in het befaamde Jackson Hole Economic Symposium.** Beleggers kijken vooral uit naar eventuele commentaren van Fed-voorzitter Jay Powell omtrent de kans van "tapering". Uit de recente Fed-notulen bleek er redelijk wat unanimiteit te bestaan om het bedrag aan steunaankopen op de obligatiemarkten eindelijk terug te dringen. De vorige aankondiging van tapering in 2013 ging gepaard met een plotselinge renteopstoot en volatiliteit in Emerging Markets. De S&P500 bleef er wel kalm bij en werd pas volatieler vanaf 2015, toen de balans van de Fed werkelijk begon te dalen. Als de Fed nu overgaat tot tapering, trekt ze liquiditeit terug, net op het punt wanneer de wereldwijde kredietimpuls negatief keert en de deltavariant verder zijn opmars maakt. De recente defensieve marktrotatie toont aan dat de financiële markten denken dat de Centrale Bank een beleidsfout gaat maken. Niettemin, enkel de toekomst zal het uitwijzen. Begin deze week hoorden we al geluiden van een potentiële vertraging in de opstart van een tapering-programma omwille van de deltavariant.

- **De negatieve trend in Chinese aandelenmarkten zet zich verder**. De MSCI China index noteert intussen 33% onder zijn hoogtepunt van het jaar. Chinese internetaandelen noteren 57% onder de niveaus van februari. Lange termijn aandelenbeleggers kunnen beginnen uitkijken naar koopjes. Zelf houden we de boot nog wat af tot we meer signalen zien van stabilisatie in het macro-economisch momentum en koersgedrag. De Amerikaanse en Europese benchmark-indices trekken zich voorlopig weinig aan van de Chinese malaise. Of misschien toch? De grote indices vertonen meestal een vertekend beeld. Het gemiddeld aandeel in de S&P500 noteert inmiddels 10% onder zijn hoogtepunt en bevindt zich dus wel degelijk al in een kleine beurscorrectie. Vooral cyclische aandelen presteren nu al maanden beduidend slechter.

*Pax Americana is een term die gelanceerd werd na Wereldoorlog II die refereert naar een omgeving van internationale vrede met de Verenigde Staten als waakhond.

2. Tactische observaties (3m - 6m)

De marktindicatoren vertellen ons nog steeds dat de defensieve marktrotatie op korte termijn kan aanhouden. De meerderheid van de aandelen bevindt zich reeds in een mini-correctie. Aandelen blijven echter de meest aantrekkelijke activaklasse op middellange termijn. De negatieve reële rentevoeten, in combinatie met een positief macro-economisch groeiregime in de Verenigde Staten en Europa, ondersteunen de Westerse markten. Bovendien merken we nog steeds positieve winstrevisies op in de verwachte kwartaalresultaten. Mogelijke risico's zijn enerzijds, een verdere, gevoelige verzwakking in het Chinees macro-momentum dat overslaat op het sentiment in de Eurozone en de Angelsaksische landen en anderzijds, een gevoelige renteopstoot als gevolg van aanhoudende inflatie. Het eerste risico schatten we hoger in dan het tweede.

2.1 Marktindicatoren

Meer en meer kortetermijn-marktindicatoren wijzen op defensieve marktrotatie. Financiële condities en volatiliteitsindicatoren evolueren echter nog steeds positief.

- Negatieve indicatoren:
  - Seizoensgebonden patronen kunnen leiden tot verhoogde volatiliteit.
  - De S&P500 noteert tegen een nieuwe all-time high, maar het gemiddelde aandeel noteert intussen 10% onder zijn jaarlijks hoogtepunt. Aandelen bevinden zich in een mini-correctie (Grafiek 2). Negatieve marktbreedte betekent niet noodzakelijk dat de S&P500 met zekerheid zal corrigeren. Technische analisten beschouwen dit signaal wel als een verhoogde kans op een correctie. Het betekent vooral dat de meerderheid van de aandelen de voorbije maanden zwak presteerde en dat slechts een minderheid van de aandelen de index tot nieuwe hoogtepunten heeft geleid.

Grafiek 2 S&P500 en afstand van het gemiddelde aandeel in de index t.o.v. zijn jaarlijks hoogtepunt

Bron: TrasherAnalytics

2.1 Marktindicatoren - vervolg

- Negatieve indicatoren:
  - Ongeveer 70% van de cross-asset activa die we volgen, noteerden de afgelopen drie maanden in een defensieve modus. Een aantal voorbeelden: large caps presteren beter dan small caps, kwaliteitsaandelen nemen de bovenhand, defensieve sectoren zoals Health Care nemen de leiding, cyclische sectoren corrigeren, staatsobligaties verrassen positief, high yield obligaties vertonen lichte zwakte en de dollar breekt opwaarts uit. De beste marktvoorspelling op korte termijn is er blijvend van uitgaan dat het huidig momentum zal blijven aanhouden. In dat opzicht verwachten we de komende weken opnieuw defensieve marktrotatie.
  - Uit een enquête van Bank of America blijkt deze maand dat fondsbeheerders hun groeiverwachtingen fors neerwaarts bijstellen, maar aandelenallocaties bleven onveranderd hoog. Het sentiment wordt dus negatiever, maar positionering volgt (nog) niet.
  - Ongeveer 20% van de Emerging Markets noteert reeds in een lange termijn berenmarkt. We flirten hier met een kritische grens die bij doorbraak vaak gepaard gaat met persistente zwakte in de groeimarkten.

- Positieve indicatoren:
  - Financiële condities blijven uiterst soepel en volatiliteitsindicatoren bevinden zich in een "risk-on"-omgeving.
  - De kapitaalbewegingen richting aandelenmarkten zijn fenomenaal. Dit jaar vloeide meer kapitaal naar aandelenfondsen dan het totaal van de voorbije twintig jaar.
  - Amerikaanse ondernemingen kopen terug massaal eigen aandelen in.

2.2 Monetair & Fiscaal

VERENIGDE STATEN

- De komende weken krijgen we hopelijk meer inzicht in het standpunt van de Fed omtrent tapering. Uit de eerste marktsignalen concluderen we voorlopig verrassend dat effectieve tapering negatiever lijkt voor aandelen dan voor staatsobligaties. Misschien wordt het ook wel een non-event aangezien de markten zich nu al maanden focussen op dit nieuws. Tapering lijkt positief voor de dollar.
- In de Verenigde Staten werd een tweeledig akkoord bereikt omtrent een infrastructuurplan van 1,2 biljoen dollar. Dit wordt de komende tien jaar gespreid over investeringen in netwerken, wegen, bruggen en publiek transport. Een tweede infrastructuurplan van 3,5 biljoen dollar is hangende. De blauwdruk werd reeds goedgekeurd door de Senaat. Deze stimuli lijken alvast op lange termijn positief voor industrieën actief in engineering, constructie en constructiematerialen. De vennootschapsbelasting stijgt van 21% naar 28%.

EUROPA

- In de Eurozone valt weinig nieuws te melden omtrent de (geplande) activiteiten van de ECB.
- De Engelse heropening verloopt vlot. Als de deltavariant onder controle blijft, zal de Engelse centrale bank misschien als eerste Westerse bank de rente verhogen. Het Britse pond zou hiervan verder profiteren.
- Een aantal Oost-Europese centrale banken trekt de rente verder op. De korte rente in Tsjechië en Hongarije noteert nu op respectievelijk 0,75% en 1,2%.
- De Zwitserse frank - een defensieve munt - stijgt verder, naar tegenzin van de Zwitserse monetaire autoriteiten. De valutamarkt heeft altijd de neiging om de wilskracht en vastberadenheid van centrale banken te testen. We verwachten verdere sterkte.

EMERGING MARKETS

- In bijna 75% van de groeilanden trekken de centrale banken de rente op, niet geheel onverwacht gegeven de hogere gevoeligheid t.o.v. inflatie. Voorlopig staan heel wat exotische valuta nog onder druk. Een defensieve kapitaalvlucht uit de groeilanden duwt op de wisselkoersen. Wanneer het sentiment kalmeert, bieden sommige landen voor het eerst sinds lang opnieuw meer aantrekkelijke rentevergoedingen voor het gelopen valutarisico.
- Banco Central Do Brasil en Banco de Mexico hanteren momenteel een rente van respectievelijk 5,25% en 4%. Verhogingen zijn in aantocht. Bank of Russia verhoogde de rente al naar 6,5%. Kleinere Oost-Europese landen volgen. In Azië staan de meeste centrale banken op "hold" gezien de lockdowns. De Reserve Bank of India, Bank Indonesia en Bangko Philipinas houden de rentevoet op 4%, 3,5% en 2%. Sommige centrale banken zoals deze in China en Thailand verlagen wellicht verder hun rentevoeten.
- De People’s Bank of China (PBOC) probeert de markten te kalmeren. De PBOC claimde begin deze week dat ze de kredietimpuls opnieuw wil neutraliseren. Die noteert momenteel fors negatief. De Chinese Communistische Partij presenteerde recent een vernieuwd fiscaal budget waaruit blijkt dat ze totaal geen intentie heeft om de uitgaven verder de hoogte in te jagen. De hoop op nieuwe fiscale stimuli wordt hiermee van tafel geveegd.

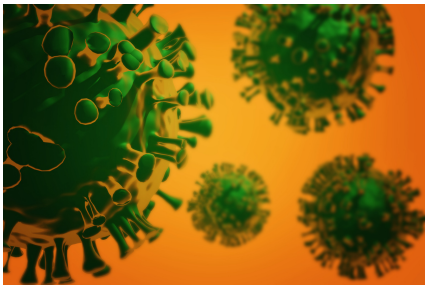
2.3 Macro-economisch

WERELDWIJD

- Hoge-frequentie indicatoren vertonen opnieuw zwakte. De deltavariant in combinatie met China-zorgen en strikte lockdowns in Aziatische regio's liggen aan de basis. Economische cijfers beginnen steeds meer te ontgoochelen. In de Verenigde Staten dalen het aantal vluchten en restaurantreservaties opnieuw. Niettemin zijn er signalen dat de nieuwe corona-golf in de Verenigde Staten dicht tegen zijn piek noteert.

- De Aziatische Covid-curves lijken uit te pieken. Als de Fed bovendien zou beslissen om niet te "taperen", kan dit wat ademruimte scheppen voor Emerging Markets. De herfst wordt voor heel wat Europeanen bang afwachten gegeven de dalende effectiviteit van de vaccins, zoals in Israël al blijkt.

- De grote Europese en Amerikaanse leidende economische indicatoren vertonen quasi nergens zwakte. Het herstel zet zich fors verder. De hoge groeivoeten pieken uit, maar dit is niet meer dan normaal na een forse groeispurt. Wel merken we een plotselinge en forse daling op in het Amerikaans consumentenvertrouwen. De hogere inflatiecijfers en stijgende covid-cijfers, in combinatie met een stopzetting van de extra werkloosheidssteun, liggen hier aan de basis. Dit is belangrijk om verder op te volgen. Aanhoudende zwakte op de Amerikaanse consumentenmarkt kan snel leiden tot een verslechtering in andere economische sectoren.



2.4 Fundamenteel

- Beleggers worden vandaag geconfronteerd met een vrij schizofrene situatie op vlak van waarderingen op de aandelenmarkten. Neem het voorbeeld van de S&P500.
  - Sinds jaar en dag weten we dat Amerikaanse aandelen extreem duur zijn in historisch perspectief. Echter, de winstgevendheid van Amerikaanse aandelen is ook historisch hoog. Voor wat, hoort wat. Niettemin, zelfs al houden we rekening met die hoge kwaliteit, dan nog lijkt de waardering vrij hoog. Bovendien blijft kwaliteit niet altijd eeuwig aanhouden. Lange periodes van hoge winstgevendheid worden afgewisseld door lagere marges en vice versa, behalve in het geval van monopolies en oligopolies. De top 10 gewichten in de S&P500 zijn quasi allemaal marktleiders die nog steeds weinig concurrentie ondervinden van andere spelers in hun markt (Apple, Microsoft, Amazon, Facebook, Alphabet, Nvidia, Tesla,…).
  - Waardering is vooral ook een relatief spel. Aandelen concurreren niet met hun verleden, maar concurreren met andere activaklassen. De Amerikaanse reële langetermijnrentevoeten (na aftrek van inflatie) daalden de voorbije vier maanden van 0% naar maar liefst -3%. Als we de aandelenwaardering (omgekeerde koerswinstverhouding) afzetten t.o.v. die reële rentevoet, dan is de relatieve waardering vandaag net zo aantrekkelijk als op het dieptepunt van maart 2020! En dit ondanks een verdubbeling van de S&P500!
  - Wellicht ligt de waarheid ergens in het midden, maar de **relatieve** waardering verklaart waarom aandelen nog steeds aantrekkelijk blijven op lange termijn. Waardering zegt absoluut niets over het potentieel op korte termijn, maar de langetermijnvooruitzichten voor aandelen zijn positiever dan voor obligaties en cash.

Grafiek 3 Absolute en relatieve waardering van de S&P500: waardering versus historiek en waardering versus staatsobligaties

Bron: Merit Macro

3. Tactische Asset Allocatie Views

3.1 De grote activa (core)

MAIN ASSETS	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	5d	1m	3m	6m	1y	5y
Cash	5%		●			0,0%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,5%	-2,0%
Global Fixed Income	35%		●			-0,1%	0,4%	4,4%	3,2%	1,3%	7,2%
Global Equities	55%				●	0,0%	0,8%	8,1%	12,7%	29,3%	83,0%
Global Alternatives	12%				●	0,2%	-0,5%	2,0%	6,8%	15,5%	31,2%
Equities + Alternatives	67%				●●	0,0%	0,5%	6,2%	8,9%	18,4%	51,8%

- Op het gebied van **activa-allocatie** zijn er geen wijzigingen t.o.v. de vorige publicatie.
- **Aandelen en alternatieve strategieën** worden overwogen. Cash en obligaties zijn onderwogen.
- De kans op kortetermijncorrecties en/of consolidaties is nog steeds hoger dan gemiddeld. Anderzijds, het gemiddelde aandeel corrigeerde reeds 10% over de afgelopen maanden. Deze correctie is veel hoger binnen bepaalde cyclische sectoren en de groeimarkten. Op zich is dit een gezonde evolutie in wat nog steeds lijkt op een aanhoudende stierenmarkt. Misschien is het ergste wel voorbij voor de rest van het jaar?

3.2 Aandelen: strategie (core)

GLOBAL STYLES (FACTORS) EQUITY	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	5d	1m	3m	6m	1y	5y
Multi-Factor (style-agnostic)	**75%**				●●●	**0,6%**	**1,6%**	**8,7%**	**12,2%**	**28,2%**	**90,8%**
Momentum	5%		●			0,1%	1,2%	8,5%	4,2%	17,0%	113,1%
Growth	5%			●		1,6%	1,5%	14,8%	18,1%	30,6%	134,3%
Defensive (Quality & Low Vol)	5%				●●	1,2%	2,7%	12,3%	20,5%	25,5%	88,3%
Value & Shareholder Yield	5%			●		-0,5%	1,6%	3,4%	11,4%	28,5%	43,1%
Small Caps	5%	↓	●			0,7%	1,2%	4,6%	6,7%	39,6%	75,0%

- Op het gebied van onze **aandelenstrategie** zijn er geen wijzigingen t.o.v. de vorige publicatie.
- **Defensieve aandelen** winnen aan momentum. Vooral kwaliteit (hoge winstgevendheid en lage schulden) doet het goed. Aandelen met lage volatiliteitskenmerken stabiliseren enkel nog.
- **Groeiaandelen** presteerden afgelopen maand in lijn met waardeaandelen. Niettemin, binnen de groeicategorie zijn het vooral de bedrijven met bewezen, gerealiseerde groeicijfers die sterk presteren. De bedrijven met de hoogste groeiverwachtingen hebben het nog steeds moeilijk en ondervinden last van overwaardering. De Chinese implosie van internetaandelen herinnert beleggers er ook opnieuw aan hoeveel gebakken lucht er snel kan verdwijnen wanneer hoge groeiverwachtingen slechts miniem worden bijgesteld ten gevolge van negatieve katalysatoren (overheidsregulering) en plotselinge macro-economische zorgen.
- Een interessant weetje: Michael Burry, de legendarische hedge fund manager die enorm profiteerde door te speculeren op een ineenstorting van de Amerikaanse vastgoedmarkt in 2008, nam onlangs een forse short positie in de ARK-ETF. De ARK-ETF is een populaire Amerikaanse tracker die - onder leiding van Cathy Woods - investeert in de meest innovatieve, beloftevolle bedrijven met extreem hoge waarderingen als gevolg. Wie komt hier als winnaar uit de bus?

3.3 Sectoren en thema's (satellite)

GLOBAL SECTOR EQUITY	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	5d	1m	3m	6m	1y	5y
Cyclicals						**1,7%**	**0,0%**	**3,6%**	**8,7%**	**33,3%**	**90,0%**
Defensives						**0,4%**	**1,9%**	**7,8%**	**13,9%**	**22,3%**	**70,6%**
Communication Services (mix)	9%					1,4%	-0,9%	7,8%	9,8%	29,1%	57,5%
Consumer Discretionary (cyc.)	13%	↓				-0,8%	-4,6%	3,5%	2,6%	18,4%	98,0%
Consumer Staples (def.)	8%					0,0%	1,1%	4,9%	14,3%	13,6%	31,7%
Energy (cyc.)	3%	↓				-0,4%	-0,2%	-1,3%	2,9%	26,7%	-7,6%
Financials (cyc.)	12%					-0,4%	3,8%	4,0%	13,8%	43,7%	62,0%
Health Care (def.)	12%					0,5%	3,4%	13,2%	20,2%	25,1%	78,9%
Industrials (cyc.)	9%					-0,3%	0,5%	5,3%	13,0%	31,8%	66,7%
Information Technology (mix)	21%					2,4%	1,7%	16,6%	17,1%	35,9%	230,1%
Materials (cyc.)	5%					-1,7%	-0,4%	0,5%	9,2%	32,5%	76,5%
Real Estate (def.)	3%					0,1%	0,9%	12,7%	23,4%	31,5%	37,4%
Utilities (def.)	3%	↑↑				0,4%	4,4%	6,7%	15,3%	16,2%	42,4%

- **Cyclische sectoren zoals Energy en Discretionary werden verlaagd in het voordeel van meer defensieve sectoren**. Onze houding is nog steeds vrij neutraal tussen beide, maar we verkiezen een iets defensievere houding. Dit kan snel wijzigen. Stockpicking binnen sectoren is al een tijdje belangrijker dan sectorpositionering.

- **Energy, Materials en Financials:** deze sectoren noteren nog steeds vrij goedkoop versus de markt en werden de afgelopen maanden goedkoper ondanks aanhoudende verbetering op fundamenteel vlak. Deze cyclische sectoren genieten van gunstige kortetermijndrivers (bottum-up) zoals opwaarts analistenmomentum, sterker groeimomentum dan de markt en verbeterde kwaliteit. Echter, de macro-economische zorgen (top-down) verzwakken opnieuw het sentiment. China probeert de grondstoffenmarkten te kalmeren, Chinese indicatoren verzwakken dagelijks en de Angelsaksische groei lijkt de piek voorbij.

- **Health Care & Staples:** deze defensieve sectoren noteren sterker. We waren al een aantal maanden fors overwogen in Health Care en Staples. Staples werd vorige maand iets verlaagd. De hoge kwaliteit, gekoppeld aan lagere waarderingen, doet beleggers vluchten richting deze aandelen.

- **Discretionary:** bedrijven actief op vlak van duurzame goederen en diensten (auto's, huishoudapparaten, luxegoederen, reizen en ontspanning,…) hebben het iets moeilijker. De plotselinge terugval in het Amerikaans consumentenvertrouwen, chip-tekorten in de autosector en Chinese groeizorgen verzwakken het sentiment. De luxesector biedt exceptionele kwaliteit met structurele groei. Deze aandelen noteren echter tegen zeer hoge waarderingen waardoor ze toch gevoelig zijn voor correcties als gevolg van de macro-economische zorgen.

3.4 Aandelen: regio's en landen (satellite)

GLOBAL REGIONS EQUITY	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	5d	1m	3m	6m	1y	5y
Global Developed Equities	88%				●	0,8%	1,7%	9,5%	15,8%	31,3%	88,7%
Global Emerging Equities	11%		●			-2,2%	-5,2%	-2,1%	-5,8%	14,4%	48,4%
AMERICAS	**59%**										
United States	55%		●			1,5%	1,9%	11,3%	18,6%	32,6%	111,2%
Canada	3%				●	0,4%	1,1%	4,3%	14,6%	32,1%	53,7%
Emerging Latin America	1%	↓		●		-1,3%	-5,2%	1,1%	7,3%	26,6%	9,4%
EUROPE	**19%**										
Eurozone	10%				● ●	-0,5%	2,0%	5,1%	15,2%	30,5%	57,6%
United Kingdom	4%				●	-0,7%	1,9%	1,9%	9,7%	20,6%	22,9%
Switzerland	3%	↑		●		-0,5%	2,5%	10,7%	19,1%	22,7%	70,8%
Nordics	2%				●	0,1%	2,6%	9,8%	21,1%	38,0%	86,1%
Emerging Russia	0,4%			●		-2,1%	3,8%	12,3%	22,5%	33,4%	96,0%
merging Eastern Europe (ex Russia)	0,2%				●	-0,7%	5,4%	7,7%	21,2%	27,0%	34,6%
EMERGING MIDDLE EAST	**0,2%**										
EMERGING AFRICA	**0,5%**										
ASIA PACIFIC	**20%**										
Japan	7%				●	-0,6%	1,7%	3,8%	1,1%	18,7%	43,9%
Pacific Ex-Japan	4%		●			-1,1%	-1,2%	1,6%	3,8%	23,6%	43,1%
Emerging India	1%				●	-0,8%	4,2%	12,2%	14,3%	44,5%	67,3%
Emerging China	5%		●			-0,2%	-3,4%	-1,0%	-6,0%	12,1%	58,8%
Emerging Asean	4%			●		0,4%	3,5%	3,8%	-0,3%	8,9%	-0,6%

- **Emerging Markets blijven onderwogen t.o.v. ontwikkelde markten.**

- **De positieve visie over Latijns-Amerika werd afgebouwd als gevolg van meer defensieve marktrotatie.** De regio presteerde de afgelopen zes maanden duidelijk beter dan haar Aziatische tegenhanger. Latijns-Amerika steeg 7%, Aziatische aandelen noteren negatief. Welke beleggers switchten begin dit jaar hun Aziatische posities voor Latijns-Amerikaanse aandelen? De regio noteert nog steeds relatief goedkoop en aantrekkelijk op lange termijn, maar is extreem gevoelig aan cyclische risk-on/off marktbewegingen op korte termijn. Gegeven de (tijdelijke) zwakte op de grondstoffenmarkten bouwen we posities af.

3.5 Vastrentend en vreemde valuta (core)

GLOBAL FIXED INCOME	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	5d	1m	3m	6m	1y	5y
DURATION RISK				●							
LOW RISK (investment grade)			●								
EUR Cash					●●						
Euro Government Investment Grade			●●			0,0%	0,5%	3,0%	1,5%	0,8%	8,5%
Euro Government Inflation Linked (1-5)					●	-0,1%	0,7%	1,0%	2,5%	3,8%	5,9%
Euro Corporate Investment Grade				●		0,0%	0,2%	1,8%	1,3%	2,7%	9,8%
MEDIUM RISK (investment grade)		↑		●							
US IG Government Bonds USD				●		0,2%	0,3%	2,3%	1,6%	-2,3%	12,9%
China IG Government Bonds CNY					●	0,0%	0,6%	1,9%	3,9%	5,2%	19,9%
US IG Corporate Bonds USD				●		0,2%	0,1%	3,1%	3,2%	2,1%	26,3%
Emerging IG Bonds USD (corp + gov)			●			0,1%	0,3%	1,8%	2,0%	3,1%	24,2%
Majors FX IG bonds (GBP, NOK, AUD, CAD...)					●						
HIGH RISK		↓			●						
Global High Yield Hard Currency				●		0,1%	-0,1%	0,4%	1,6%	8,5%	30,9%
Euro Corporate High Yield EUR				●		0,0%	0,4%	1,4%	2,0%	8,1%	18,5%
US Corporate High Yield USD				●		0,1%	-0,2%	1,8%	2,6%	9,9%	37,2%
Emerging High yield USD (gov & corp)				●		0,0%	-0,2%	0,1%	1,6%	6,0%	21,9%
Emerging Local Currency			●			-0,3%	-0,4%	-0,6%	-0,5%	5,6%	17,1%

- Afgelopen zomer verhoogden we opnieuw verder onze "hedges" in **Amerikaanse en Chinese staatsobligaties**. High yield obligaties hadden het iets moeilijker te verduren de afgelopen maand. De spreads blijven echter onder controle.

- Emerging Market Local Currency obligaties worden aantrekkelijker op lange termijn. We blijven voorlopig onderwogen, maar de recente daling van de lokale wisselkoersen, gekoppeld aan hogere intrestvoeten op de vijf- en tienjarige rentecurve, krijgt onze aandacht.

3.6 Alternatieven (core)

GLOBAL ALTERNATIVES	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	5d	1m	3m	6m	1y	5y
LIQUID ALTERNATIVE STRATEGIES	50%		●								
Multi-Manager strategies					●●	-	0,6%	3,4%	6,5%	16,4%	35,0%
Equity Hedge strategies					●	-	0,7%	4,5%	10,5%	30,7%	63,8%
Event Driven strategies			●●●			-	-0,4%	3,4%	10,2%	27,6%	48,3%
Global Macro strategies					●●	-	-0,1%	2,8%	4,8%	14,5%	32,5%
Relative Value Arbitrage			●●●			-	0,6%	2,9%	6,4%	17,7%	36,6%
LISTED REAL ASSETS					●						
Gold (physical)	25%	↑			●	1,4%	-1,8%	3,6%	0,9%	-4,3%	23,5%
Commodities (futures)	25%	↓		●		-2,8%	-0,2%	9,7%	19,3%	31,9%	5,1%

- Op gebied van alternatieve strategieën zijn er geen wijzigingen t.o.v. de vorige publicatie.

Volgende maand publiceren we een nieuwe outlook. Het Merit Capital team dankt u voor uw interesse en vertrouwen.

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.

Merit Capital NV is een Belgische onafhankelijke vermogensbeheerder, opgericht in 2000 door professionals die hun sporen hebben verdiend in de financiële wereld.

Merit Capital NV beheert het patrimonium van zowel particulieren, vennootschappen als institutionelen, over verschillende generaties heen en dit onder het toezicht van de FSMA en de Nationale Bank van België.

Merit Capital NV gaat voor een duurzame relatie met de klant op lange termijn, biedt elke klant een oplossing op maat met een complete dienstverlening.

KANTOREN:

Antwerpen
Hoofdzetel
Museumstraat 12D
2000 Antwerpen

T: +32 (0)3 259 23 00

Deurle

Xavier De Cocklaan 72 B5-6
9831 Deurle

T: +32 (0)9 233 83 70

Hasselt

Stokerijstraat 59
3500 Hasselt

T: +32 (0)11 21 55 67

Kortrijk

Doorniksewijk 15
8500 Kortrijk

T: +32 (0)56 36 00 07

Leuven

Bondgenotenlaan 134 B2
3000 Leuven

T: +32 (0)16 20 33 01

www.meritcapital.eu info@meritcapital.be