



**MERIT CAPITAL**  
WEALTH MANAGEMENT



Flashnote februari 2022

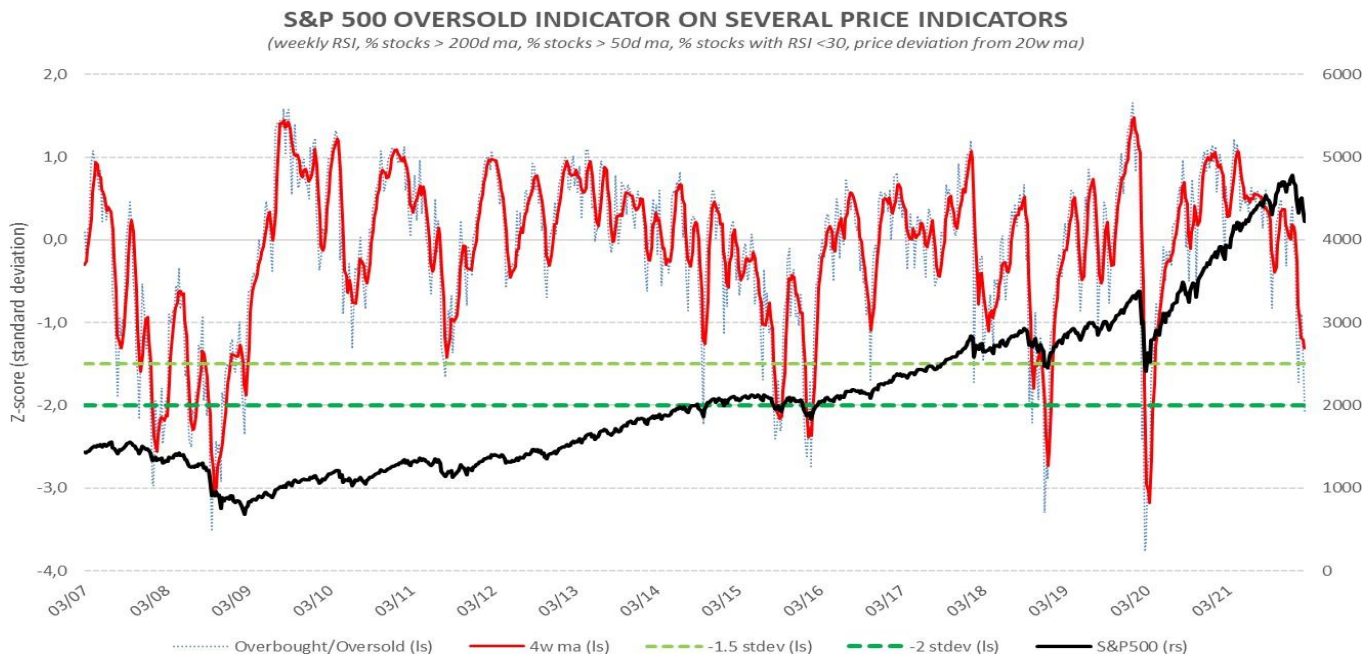
## FLASHNOTE

<b>1</b>	<b>DE MARKTOMGEVING OP HEEL KORTE TERMIJN.....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>DE MARKTOMGEVING OP MIDDELLANGE TERMIJN (verder verloop dit jaar) .....</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>PORTEFEUILLECONSTRUCTIE OP LANGE TERMIJN .....</b>	<b>6</b>

# 1 DE MARKTOMGEVING OP HEEL KORTE TERMIJN

- Wat wekenlang gevreesd werd, is dan toch werkelijkheid geworden. Rusland viel gisteren Oekraïne binnen. Het gaat om een grootscheepse aanval die veel groter is dan initieel werd verwacht, waarbij het Russische leger zich niet langer beperkt tot de zelfverkleerde Volksrepublieken Donetsk en Loegansk. Rusland probeert zo snel mogelijk de militaire infrastructuur en het luchtruim te domineren met precisiebombardementen en grondtroepen. De wereld veroordeelt de invasie scherp. De reacties vanuit de politieke hoek stromen binnen met de aankondiging van extra sancties. Ook onze gedachten gaan in de eerste plaats uit naar de bevolking van Oekraïne in de hoop dat deze verschrikkelijke aanval zoveel mogelijk burgerslachtoffers vermijdt.
- Op beleggingsvlak reageren de markten vanzelfsprekend geschrokken met dalingen tot 5% op indexniveau. De voorbije twee maanden wezen we erop op dat de kans op lagere koersen op korte termijn hoger dan gemiddeld leek. De marktindicatoren doelden al een tijdje op een 'risk-off' marktomgeving. Voor de komende dagen verwachten we nog steeds extreem hoge volatiliteit. De kans op nog een laatste zogenaamde "wash-out" (een korte, snelle beweging neerwaarts) blijft reëel. Niettemin, er zijn twee redenen om aan te nemen dat de aandelenmarkten dichterbij een tussentijdse bodem staan dan voorheen.
  1. De grote indices zijn sinds de top al ongeveer 15% gezakt en verdisconteren dus slecht nieuws. De S&P 500 verloor intussen bijna 5 biljoen dollar aan marktwaarde in 3 maanden tijd. Technische indicatoren beginnen nu wel stilaan te wijzen op een extreem 'oversold' niveau. Dit zijn niveaus waartegen de koersen te hard lijken gezakt op korte termijn en herstelbewegingen worden ingezet (Grafiek 1).
  2. De geschiedenis leert ons – hoe tragisch ook – dat aandelenmarkten dalen naar aanloop van een militaire aanval, maar eenmaal de aanval is ingezet, volgt er vaak een herstelbeweging. 'Sell the rumour, buy the facts' is een oude beurswijsheid die hier eventueel van toepassing kan zijn (Grafiek 2).
- De afgelopen weken en maanden adviseerden we ook iets meer te roteren richting energie (afdekking tegen een mogelijke inval) en defensieve sectoren zoals basisconsumentiegoederen en gezondheidszorg. De verhoogde volatiliteit kan er ook toe leiden dat de ultradefensieve aandelensectoren, zoals bepaalde nutsbedrijven en telecom, meer stabiliteit bieden op korte termijn. In bepaalde strategieën hebben we onze posities hierin verhoogd. De zwaar afgestrafte technologiesector wordt wellicht interessanter en kan stabielere reageren in een volatiel geopolitiek klimaat. De renteverhogingen lijken alvast voor een groot stuk verdisconteerd. De situatie in Oekraïne zou er zelfs toe kunnen leiden dat de Fed minder snel verhoogt dan verwacht. Dat valt natuurlijk af te wachten.

**Grafiek 1 Technische Oversold indicator S&P500**



Bron: Merit Capital Macro, Bloomberg data

**Grafiek 2 Historisch aandelenverloop tijdens grootschalige militaire evenementen**

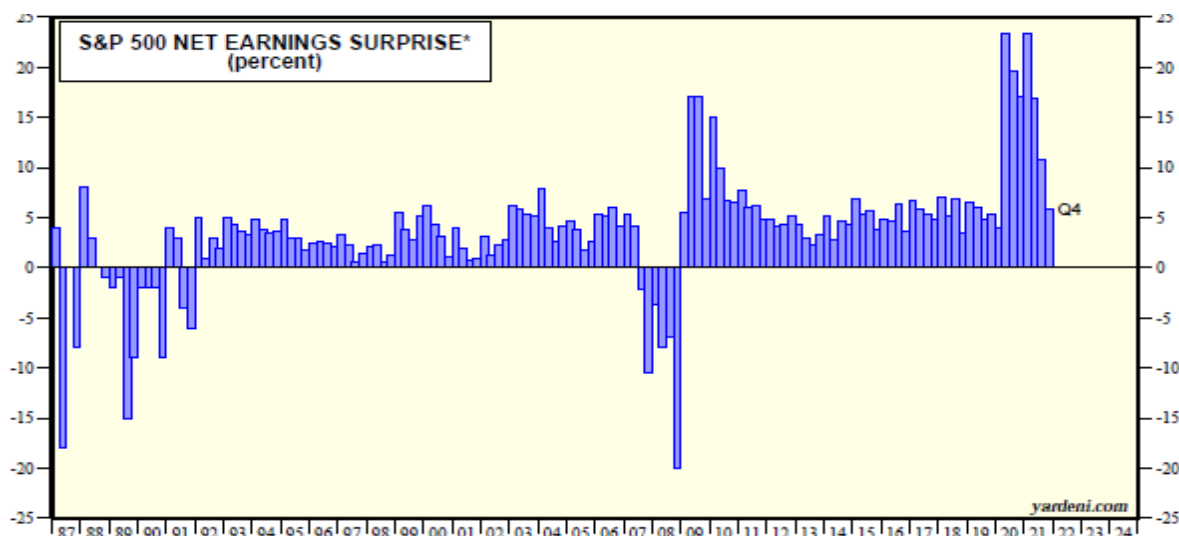


Bron: Fundstrat, Bloomberg

## 2 DE MARKTOMGEVING OP MIDDELLANGE TERMIJN (verder verloop dit jaar)

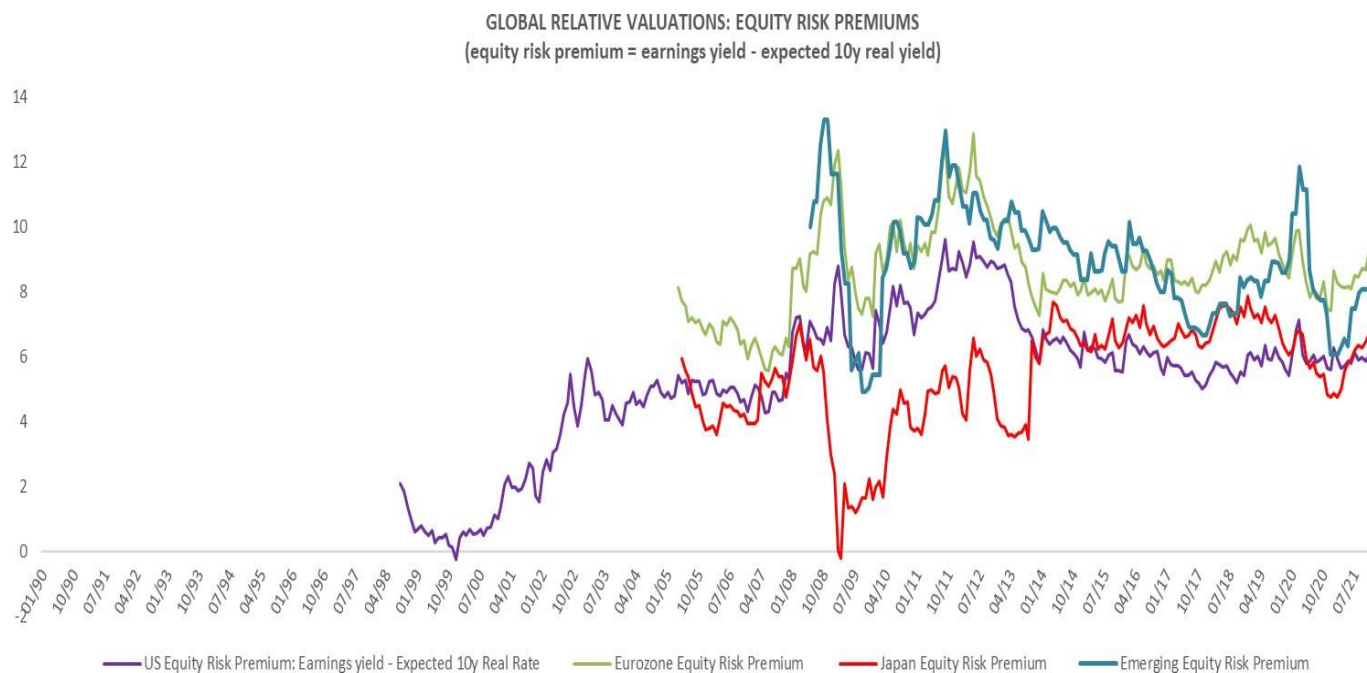
- In ons basisscenario gaan we er nog steeds van uit dat de Russische aanval beperkt blijft tot Oekraïne en niet escaleert in militaire ijver met de NAVO-landen. In een dergelijk scenario legt de NAVO veel zwaardere financiële sancties en exportsancties op aan Rusland. En daar blijft het bij. Beurzen kunnen in dat geval meer dan herstellen waarbij de Oekraïense situatie achteraf bekeken een excuus was voor de markten om winst te nemen na de stevige rit van de afgelopen twee jaar. Hierbij halen we drie redenen aan om positief te blijven over de aandelenmarkten:
  - Recessie-indicatoren in de Verenigde Staten slaan voorlopig geen alarm. De economische groei blijft intact en dat moet de bedrijfswinsten ondersteunen. Europa, daarentegen, kan wel meer last ondervinden van hogere energieprijzen.
  - De bedrijfswinsten evolueren positief. Zowel in de Verenigde Staten als in Europa verslaan de bedrijven nog steeds de consensusverwachtingen (Grafiek 3). Zolang het gevaar op recessie laag blijft, moet de winstevolutie standhouden en steun bieden voor de aandelenmarkten.
  - Wie vandaag massaal aandelen verkoopt heeft weinig aantrekkelijke alternatieven. Cash biedt geen rente, spaarrekeningen bieden gemiddeld 0,15%, staatsobligaties op 10 jaar bieden 0,25% en bedrijfsobligaties met kredietrisico bieden 1,2% voor looptijden tussen de 6 en de 8 jaar. De inflatie bedraagt intussen wel meer dan 5% in Europa en 7% in de Verenigde Staten. In reële termen gaat onze koopkracht - in superveilige beleggingen - de komende jaren enkel maar achteruit. Aandelen bieden vandaag wereldwijd een aandeelhoudersrendement van 3,5% (dividendrendement + inkoop aandelen) met een potentiële winstgroei van gemiddeld 7% op tien jaar tijd. Hiervoor moet je als belegger natuurlijk de hogere tussentijdse volatiliteit trotseren en een langere termijnvisie hanteren. In ieder geval lijken de aandelenmarkten nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd in vergelijking tot obligaties. De risicopremies (winstrendement aandelen minus de reële rente op obligaties) noteren - met uitzondering van de Verenigde Staten - opnieuw hoger dan hun tienjarig gemiddelde (Grafiek 4). De situatie lijkt ook niet vergelijkbaar met deze op het einde van de jaren '90. De risicopremie noteerde toen zo belachelijk laag dat veilige obligaties een uitstekend alternatief boden voor aandelen.

**Grafiek 3** Amerikaanse bedrijven blijven positief verrassen



Bron: Yardeni

## Grafiek 4 Relatieve waardering: aandelen versus staatsobligaties



**Bron:** Merit Capital Macro, Bloomberg data **Nota:** Relatieve waardering meten we door het huidig winstrendement (omgekeerde koerswinstverhouding) af te zetten t.o.v. de 10-jarige reële rente (rente na aftrek van de verwachte lange termijninflatie). Hoe hoger (lager) de lijn, hoe meer (minder) aantrekkelijk aandelen zijn t.o.v. obligaties in een lange termijnperspectief.

- In een alternatief “worst-case” scenario escaleert de situatie in een directe militaire confrontatie met de NAVO. In dit geval komen we sneller in een zware recessie terecht met fors deflatoire gevolgen voor de winstcijfers en risicovolle activa zoals aandelen en high yield obligaties. In een dergelijk scenario zouden we aanraden om de cashposities wel gevoelig te verhogen in de asset-allocation. Een directe militaire confrontatie tussen de NAVO en Rusland lijkt bijna ondenkbaar, omdat de gevolgen voor beide regio’s absoluut rampzalig zouden zijn op sociaal en economisch vlak. We beschouwen de kans bijgevolg als uiterst laag, maar het opvolgen waard.

## 3 PORTEFEUILLECONSTRUCTIE OP LANGE TERMIJN

- Een gezonde beleggingsstrategie bouwt u nog steeds het best op via een robuuste activaverdeling die rekening houdt met uw doelstellingen, beleggingshorizon en risico-aversie. In dat opzicht is het voor (actieve) beleggers altijd handig om een tweetal portefeuilles op te bouwen:
  - Een korte termijn, meer speculatief getinte portefeuille, voor zeer actieve beleggers waar u cash kan op- en afbouwen naargelang de markten opportuniteiten bieden of u opportuniteiten ziet.
  - Een langetermijnportefeuille met als doel kapitaal te laten groeien door de zwakke en goede jaren heen. Hierbij is het van cruciaal belang om aandacht te schenken aan de verdeling tussen aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen. Dat laatste luik mag trouwens meer gewicht krijgen dan voorheen aangezien de rol van obligaties - als rendementsdriver en schokdemper - wat mindert omwille van de lage renteniveaus.
    - Binnen het aandelenluik adviseren we momenteel een neutrale verdeling tussen Westerse aandelenmarkten en Emerging Markets t.o.v. de wereldindex. Emerging Markets maken ongeveer 13% uit van de wereldindex. Verder blijven we het belang benadrukken van



diversificatie tussen aandelenstijlen. Een evenwichtige spreiding tussen de belangrijkste strategieën (groei, value, defensief en stijl-agnostisch) is aangewezen. De vooruitzichten voor defensieve aandelenstijlen lijken vandaag trouwens iets beter dan gemiddeld. Ze noteren aan hogere kortingen dan normaal en de tragere economische groei-impuls biedt ondersteuning.

- Binnen het obligatieluik is het quasi onmogelijk geworden om nog rendement te behalen zonder het nemen van hoger risico. Kwaliteitsvolle floating rate notes<sup>1</sup> bieden de mogelijkheid op iets hogere coupons als de ECB de rente verhoogt. Staatsobligaties in dollar en Chinese yuan bieden nog rendement en kunnen de nodige diversificatie bieden als aandelen het moeilijker krijgen. Voor high yield obligaties wachten we hogere kredietpremies af. Emerging Market obligaties noteren aantrekkelijker dan voorheen met effectieve rendementen rond de 6%, maar schommelen meer dan kwaliteitsobligaties.
- Binnen het alternatief luik blijven we constructief voor posities in goud en grondstoffen. Alternatieve UCITS-fondsen met een absolute return benadering krijgen – na jaren van kalmte - eindelijk de kans om hun meerwaarde te bewijzen tijdens het komende decennium. Die wordt wellicht gekenmerkt door hogere volatiliteit, zowel op vlak van geopolitiek als macro-economische groei.

Heel binnenkort publiceren we een nieuwe flash met een tussentijdse update. Het Merit Capital team dankt u voor uw interesse en vertrouwen.

Investeringscomité Merit Capital

#### Disclaimer

*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.*

---

<sup>1</sup>Schuldpaper met variabele coupon gelinkt aan het verloop van de korte termijn bancaire rente.