MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT

Macro-economische Review & Outlook

Update April 2022

Inhoud

1 ACTUEEL NIEUWS & GEOPOLITIEK Pagina 3

2 TACTISCHE ASSET ALLOCATIE VIEWS **Pagina 8**

2.1 De grote activa (core) Pagina 8
2.2 Aandelen: strategie (core) Pagina 9
2.3 Aandelen: sectoren en thema's (satellite) Pagina 10
2.4 Aandelen: regio's en landen (satellite) Pagina 11
2.5 Vastrentend en vreemde valuta (core) Pagina 12
2.6 Alternatieven (core) Pagina 14

1. Actueel nieuws & geopolitiek

- In de laatste outlook (25 februari 2022) meldden we dat het voor kortetermijnbeleggers te laat was om te panikeren midden de uitbraak van de Oekraïense oorlog, hoewel de kans op een kortstondige 'washout' toen nog reëel was. De aandelenmarkten leken technisch bekeken te snel gedaald en historische patronen leerden ons dat beurzen vaak een herstel inzetten, kort na de start van een militaire invasie. De MSCI World index daalde nog verder met 6% en zette sinds 7 maart 2022 een herstel in van ongeveer 12%. Het herstel lijkt voorlopig in lijn met het historisch patroon van vorige invasies (tabel 1).

Tabel 1: Koersevolutie Dow Jones tijdens invasies en zes maanden later

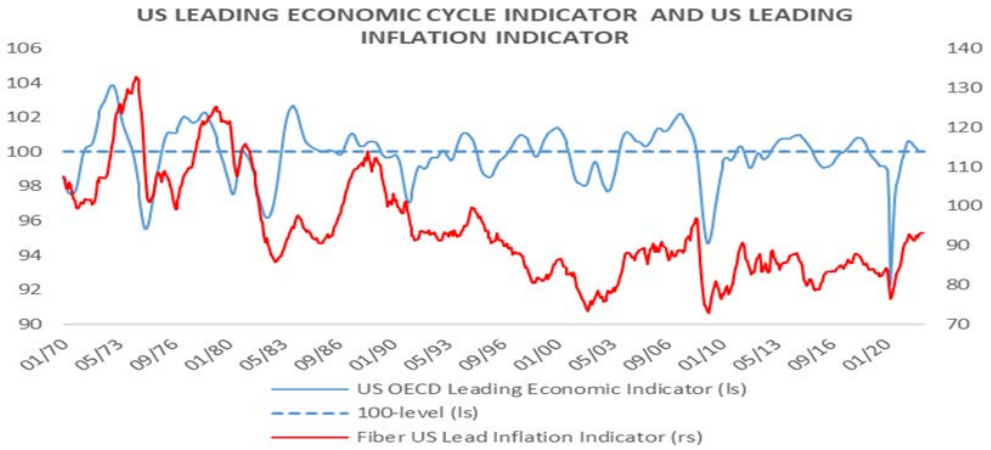
Event	DJIA Reaction Dates	Date Range % Gain/Loss	Six Months Later
Fall of France	5/9/40 - 6/22/40	-17.1%	7.0%
Pearl Harbor	12/6/41 - 12/10/41	-6.5%	-9.6%
Korean War	6/23/50 - 7/13/50	-12.0%	19.2%
Eisenhower Heart Attack	9/23/55 - 9/26/55	-6.5%	11.7%
Cuban Missile Crisis	10/19/62 - 10/27/62	1.1%	24.2%
JFK Assassination	11/21/63 - 11/22/63	-2.9%	15.1%
US Bombs Cambodia	4/29/70 - 5/14/70	-7.1%	13.5%
Arab Oil Embargo	10/16/73 - 12/05/73	-18.5%	7.2%
Nixon Resigns	8/7/74 - 8/29/74	-17.6%	12.5%
USSR in Afghanistan	12/24/79 - 1/3/80	-2.2%	6.8%
Falkland Island Wars	4/1/82 - 5/7/82	4.3%	20.8%
US Invades Grenada	10/24/83 - 11/7/83	-2.7%	-3.2%
US Bombs Libya	4/14/86 - 4/21/86	2.8%	-1.0%
Financial Panic of '87	10/2/87 - 10/19/87	-34.2%	15.0%
Invasion of Panama	12/15/89 - 12/20/89	-1.9%	8.0%
Gulf War	1/16/91 - 1/17/91	4.6%	15.0%
World Trade Center Bombing	2/25/93 - 2/27/93	-0.3%	8.5%
Oklahoma City Bombing	4/18/95 - 4/20/95	1.2%	12.9%
Asian Stock Market Crisis	10/7/97 - 10/27/97	-12.4%	25.0%
US Embassy Bombing in Africa	8/6/98 - 8/14/98	-1.8%	10.4%
September 11th Attacks	9/10/01 - 9/21/01	-14.3%	24.8%
War in Afghanistan	10/5/01 - 10/09/01	-0.7%	12.4%
Iraq War	3/19/03 - 5/1/03	2.3%	15.6%
London Train Bombing	7/6/05 - 7/7/05	0.3%	5.6%
Bear Stearns Collapse	3/14/08 - 3/14/08	0.0%	-4.4%
COVID-19 Pandemic	2/15/20 - 3/23/20	-36.6%	-41.2%
Average		-6.9%	12.1%

1. Actueel nieuws & geopolitiek - vervolg

- De Russische invasie heeft geleid tot een drastische ommekeer in de perceptie van het huidig macro-economisch regime. Sinds midden vorig jaar wijzen we erop dat de economische groei-impuls gevoelig aan het vertragen is. Een omgeving die zich in eerste instantie vaak kenmerkt door betere prestaties in defensieve aandelen. Als afdekking tegen toch hogere inflatie schoven we dan weer de cyclische energiesector naar voren. De Russische bezetting van Oekraïne en de daarmee gepaarde sancties leidden ertoe dat we snel in een stagflatie-regime terecht zijn gekomen. Stagflatie kenmerkt zich door een dalende economische groei gecombineerd met stijgende inflatievoeten (Grafiek 1).

- Tabel 2 bevat een 'backtest' die de gemiddelde maandelijkse prestatie weergeeft van diverse activaklassen tijdens soortgelijke regimes. Defensieve aandelenstijlen lijken duidelijk beter te presteren. Op vlak van sectoren merken we beter dan gemiddelde prestaties op bij energie, nutsbedrijven, basisconsumentengoederen, gezondheidszorg, technologie en vastgoed. De zwakste sectoren: cyclische consumentengoederen, financiële – en industriële sectoren. Grondstoffen blijven behoorlijk presteren zolang de inflatiedruk aanhoudt, maar keren fors en snel negatief wanneer stagflatie overslaat in een recessie met dalende inflatievoeten. Goud kan standhouden in een recessie en presteert vooral ondermaats tijdens economische herstelperiodes.

Grafiek 1: Stagflatie in de VS: economische groei lager dan trend en fors stijgende inflatie-indicatoren



Tabel 2: Historische gemiddelde maandelijkse return van Amerikaanse activaklassen gedurende diverse economische regimes.

US ASSET CLASS	PERIOD	NORMAL	GROWTH INDICATOR		GROWTH CYCLE ONLY REGIMES				GROWTH + INFLATION CYCLE REGIMES			
			rising	*falling*	*early*	*mid*	*late*	*recession*	*reflation*	*goldilocks*	*stagflation*	*contraction*
US Equity large caps	70 -	0,88%	1,52%	0,26%	2,06%	1,09%	0,23%	0,29%	1,34%	1,63%	-0,08%	0,63%
US cash	92 -	0,20%	0,19%	0,22%	0,14%	0,23%	0,23%	0,22%	0,13%	0,28%	0,20%	0,24%
US Govies 20y+	92 -	0,63%	0,02%	1,31%	-0,10%	0,13%	0,74%	1,81%	-0,22%	0,41%	1,23%	1,36%
US Govies	73 -	0,55%	0,29%	0,79%	0,30%	0,29%	0,62%	0,96%	0,12%	0,49%	0,58%	1,01%
US Inflation Govies	97 -	0,44%	0,30%	0,60%	0,43%	0,21%	0,46%	0,73%	0,18%	0,54%	0,80%	0,43%
US IG corps	73-	0,61%	0,50%	0,72%	0,70%	0,33%	0,54%	0,90%	0,25%	0,79%	0,46%	0,98%
US HY corps	83-	0,71%	0,93%	0,50%	1,34%	0,59%	0,46%	0,54%	0,67%	1,30%	0,49%	0,54%
Commodities	70 -	0,44%	0,75%	0,11%	0,77%	0,73%	0,52%	-0,29%	1,02%	0,47%	1,21%	-1,02%
Gold	70 -	0,79%	0,45%	1,17%	0,36%	0,51%	1,14%	1,19%	0,67%	0,13%	1,41%	0,93%

US EQUITY FACTOR	PERIOD	NORMAL	GROWTH INDICATOR		GROWTH CYCLE ONLY REGIMES				GROWTH + INFLATION CYCLE REGIMES			
			rising	*falling*	*early*	*mid*	*late*	*recession*	*reflation*	*goldilocks*	*stagflation*	*contraction*
US Momentum	75 -	1,24%	1,88%	0,60%	2,40%	1,45%	0,57%	0,63%	1,52%	2,23%	0,27%	0,99%
US Growth	75 -	1,04%	1,60%	0,46%	2,09%	1,19%	0,31%	0,61%	1,45%	1,69%	0,17%	0,81%
US Defensive: Quality	75 -	1,10%	1,58%	0,63%	2,08%	1,19%	0,60%	0,65%	1,35%	1,79%	0,44%	0,87%
US Defensive: Low Vol	72 -	1,03%	1,32%	0,74%	1,65%	1,07%	0,75%	0,73%	1,05%	1,64%	0,38%	1,14%
US Defensive: Min Vol	88 -	0,94%	1,15%	0,71%	1,19%	1,12%	0,85%	0,60%	0,94%	1,43%	0,72%	0,71%
US Value	75 -	0,94%	1,51%	0,35%	1,88%	1,21%	0,42%	0,29%	1,33%	1,70%	0,27%	0,49%
US Small Caps	78 -	1,07%	2,01%	0,17%	2,75%	1,36%	0,19%	0,16%	1,73%	2,31%	0,06%	0,35%

US EQUITY SECTOR	PERIOD	NORMAL	GROWTH INDICATOR		GROWTH CYCLE ONLY REGIMES				GROWTH + INFLATION CYCLE REGIMES			
			rising	*falling*	*early*	*mid*	*late*	*recession*	*reflation*	*goldilocks*	*stagflation*	*contraction*
US Consumer Discretionary (cyc)	89 -	1,01%	1,55%	0,41%	1,81%	1,28%	0,17%	0,60%	1,32%	1,80%	-0,11%	0,89%
US Consumer Staples (def)	89 -	0,94%	0,97%	0,92%	1,38%	0,54%	0,99%	0,87%	0,61%	1,44%	0,82%	0,99%
US Energy (cyc)	89 -	0,94%	1,48%	0,34%	1,15%	1,82%	0,92%	-0,10%	1,56%	1,38%	1,25%	-0,40%
US Financials (cyc)	89 -	0,91%	1,61%	0,13%	2,05%	1,15%	0,38%	-0,05%	1,41%	1,84%	0,03%	0,26%
US Health Care (cyc)	89 -	1,06%	1,00%	1,13%	1,11%	0,89%	1,43%	0,91%	0,73%	1,32%	1,20%	1,11%
US Industrials (cyc)	89 -	0,93%	1,56%	0,22%	1,70%	1,43%	0,26%	0,20%	1,44%	1,66%	0,34%	0,19%
US Technology (mix)	89 -	1,27%	1,89%	0,58%	1,65%	2,13%	0,44%	0,68%	1,81%	1,88%	0,82%	0,50%
US Materials (cyc)	89 -	0,85%	1,48%	0,15%	1,70%	1,25%	0,00%	0,27%	1,32%	1,64%	0,23%	0,14%
US Real Estate (def)	89 -	1,01%	1,58%	0,36%	1,92%	1,26%	0,84%	-0,11%	1,36%	2,08%	0,74%	-0,07%
US Communication (mix)	89 -	0,68%	0,99%	0,35%	0,69%	1,29%	-0,15%	0,72%	0,77%	1,21%	0,15%	0,57%
US Utilities (def)	90 -	0,80%	0,78%	0,84%	0,63%	0,92%	1,51%	0,33%	0,71%	0,90%	1,44%	0,30%

Bron:Merit Capital Macro, Bloomberg data

Exact een jaar geleden publiceerden we het rapport "**Het inflatiedebat van naderbij bekeken**". Hierin argumenteerden we dat de Amerikaanse 10-jarige rentevoet tijdelijk kon oplopen tot 2,5% (fair value o.b.v. ons waarderingsmodel) omwille van een stijgende, maar weliswaar nog steeds tijdelijke inflatiedruk. Bovendien argumenteerden we dat aandelen goed presteren zolang de lange-termijn-inflatieverwachtingen onder de 3% blijven. Inflatieverwachtingen zijn veel belangrijker dan de actuele inflatievoet voor het inschatten van de marktomstandigheden. Het is tijd om deze thesis te revalueren:

De 10-jarige Amerikaanse rente liep inderdaad verder op tot 2,4%. Inflatie leek even te gaan dalen, maar lijkt vanaf februari 2022 dan toch in een explosieve stroomversnelling terecht gekomen. De Oekraïense situatie leidde tot een exponentiële opstoot in olie- en grondstoffenprijzen. De Amerikaanse inflatieverwachtingen op tien jaar tijd noteren 2,8% en lijken de huidige inflatievoet (7,8%) nog niet achterna te hollen. De derivatenmarkten verdisconteren dus nog steeds een inflatieprobleem van tijdelijke aard. Maar blijft dit zo? De sancties tegen Rusland verhogen de reeds bestaande structurele aanbodtekorten in grondstoffen. Bovendien stijgen nu ook de lonen in de VS aan een snel tempo, Europa volgt. De Fed heeft geen andere keuze dan de rente snel op te trekken richting 2,5% of hoger en haar steunprogramma's af te bouwen. Hiermee riskeert ze in 2023 een recessie met een vertraging aan de vraagzijde die vervolgens het inflatieritme moet kalmeren. De kans dat 10-jarige Amerikaanse staatsobligaties op korte termijn doorschieten richting 3,5 % is reëel. De komende drie jaar zien we niettemin de rente stabiliseren in een range van 2% tot 4%. In een toekomstige recessie, met wat paniek, kan de rente wellicht opnieuw tijdelijk lager naar de onderkant van deze range.

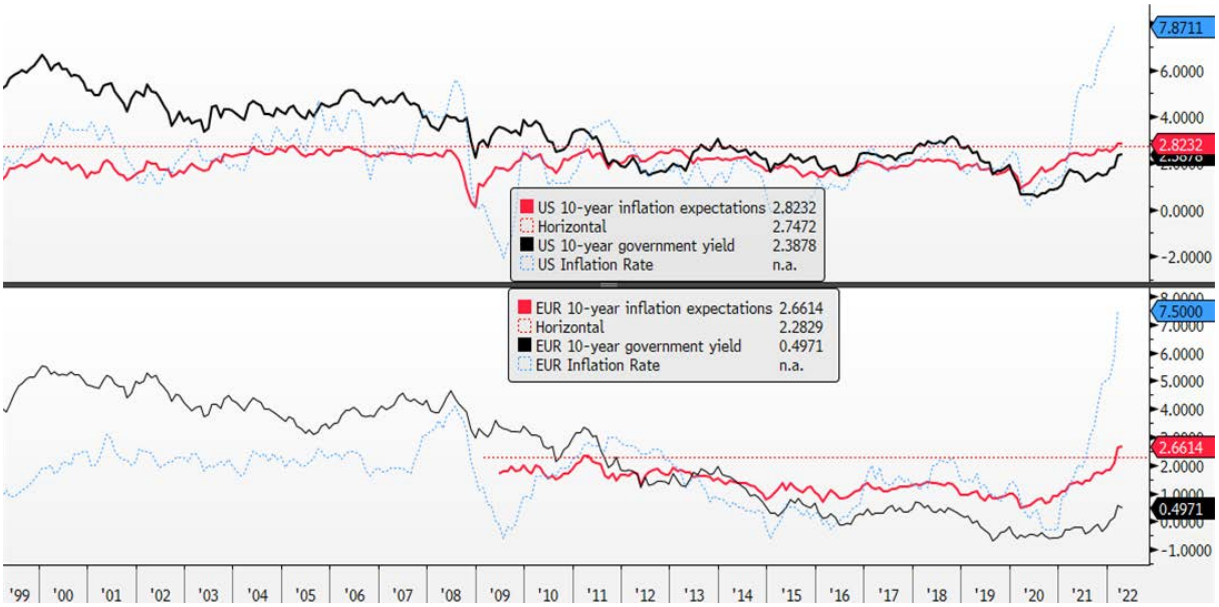
De 10-jarige Duitse rente noteert 0,5%. Inflatie bedraagt 7,5% en de inflatieverwachtingen noteren rond de 2,6%. Normaliter noteren langetermijnrentevoeten boven de verwachte inflatie. De aankoopprogramma's van de ECB brachten hierin verandering. De ECB zal naar onze mening het geweer drastisch van schouder moeten veranderen om het inflatiespook te temperen. Europese langetermijnrentevoeten lijken compleet verkeerd geprijsd en de kans van een inhaalbeweging op de VS lijkt niet onbestaand. De derivatenmarkten verdisconteren een ECB-rente van slechts 1,25% eind 2023. Dit lijkt ons aan de lage kant gegeven de inflatieproblemen.

Tot enkele maanden geleden bevonden we ons nog steeds in 'het tijdelijke inflatiekamp', waarbij inflatie zich volgend jaar wel zou normaliseren. De nieuwe wereldorde gekoppeld aan de race naar economische nationalisatie (minder outsourcing) doet ons echter sterk twijfelen. Japan is nog steeds een voorbeeld van hoe een dalende populatie met torenhoge publieke schulden leidt tot structureel lage reële economische groei. Dat houdt uiteindelijk ook de langetermijnrentevoet onder controle. Landen met hoge overheidsschulden verteren bovendien moeilijk hogere rentes zonder in een depressie te vallen. De Japanse centrale bank controleert bijgevolg de 10-jarige rentevoet zodat die niet boven de 0,25% uitstijgt, een scenario dat we op termijn nog steeds niet uitsluiten in de VS en Europa. Na het doornemen van het fantastisch boek 'The Great Demographic Reversal' houden we meer rekening met de kans dat een structureel hogere inflatievoet (in de buurt van 5%) wel degelijk denkbaar is gedurende de komende tien jaar:

- De deflatoire trend van de afgelopen 20 à 30 jaar is hoofdzakelijk te wijten aan de toevloed van goedkope arbeid. De val van de Berlijnse muur (1989), het toetreden van China tot de WHO (1997) en de Chinese urbanisatie leidden tot meer dan 700 miljoen goedkope arbeidskrachten. De huidige race naar economische nationalisatie kan leiden tot een deflatoire trendbreuk. Bovendien is de loonratio (verschil Westerse lonen met Chinese, Oost-Europese lonen) teruggevallen van een factor 30 naar een factor 3 à 5.
- Het arbeidsaanbod zal de komende decennia gevoelig vertragen en zelfs inkrimpen. In China en Europa daalt de arbeidspool alvast. De VS zullen licht blijven groeien, maar veel minder fors dan voorheen. Hoewel menig trendwatcher voorspelt dat technologie een deel van het tekort zal opvangen, zullen er meer dan voldoende jobs zijn in de toekomst. Een slinkend arbeidsaanbod leidt tot opwaartse loondruk met meer inflatoire gevolgen. Sommige economen denken dat een nieuwe, omvangrijke en betaalbare arbeidspool beschikbaar is als we kijken richting Afrika en India tijdens de komende dertig jaar. Hiervoor moeten we wel wachten op een keerpunt in de huidige culturele golf van economische de-globalisatie.

- De wereldwijde inkomensongelijkheid bevindt zich op een historisch record. Dit kan niet blijven aanhouden en zal dalen in de toekomst. Er komt een politieke golf die het vermogend kapitaal extra zal belasten met een herverdeling naar lagere inkomensklassen. Dit werkt inflatoir.
- De distributie van goederen en diensten kan vrij snel worden getransfereerd indien nodig. Gezondheidszorg kan men niet outsourcen. De vergrijzing zal leiden tot een toenemende, exponentiële kost van de gezondheidszorg.
- De macht van de beroepsverenigingen nam de afgelopen decennia gevoelig af. Zij worden door arbeidseconomen vaak medeverantwoordelijk gesteld voor de loon- en inflatiespiraal van de jaren zeventig. Ook hier komt er wellicht een trendbreuk. In de VS merken we nu al op dat werknemers van de grote technologiebedrijven voor het eerst sinds lang zich beginnen te verenigen om sterker te staan in loononderhandelingen.
- De pensioenkost stijgt. Een gevoelige stijging van de pensioenleeftijd zou de inflatoire krachten iets kunnen temperen. Maar de oudere bevolkingsklasse omvat een belangrijke politieke stempoule. Politieke leiders zullen eerder geneigd zijn de belasting te vermeerderen op grote vermogens en de werkende bevolking, dan de pensioenleeftijd plots met 10 jaar te verhogen. Hogere belastingen werken inflatoir.
- Wellicht mogen we ons verwachten aan een golf van schuldvergiffenis op staats- en privaat niveau. Het kwijtschelden van grote schulden werkt inflatoir.
- Of de centrale banken de overheidsrentes zullen toelaten om gevoelig verder te stijgen zoals de jaren zeventig is een andere vraag. Op middellange termijn is er opwaarts potentieel. Op lange termijn lijkt 'Japanse yield control' op het lange eind quasi onvermijdelijk.

Grafiek 2: VS & Eurozone: 10-jarige rentevoet, verwachte 10-jarige inflatie en huidige inflatie



Bron:Merit Capital Macro, Bloomberg data

2 TACTISCHE ASSET ALLOCATIE VIEWS

2.1 DE GROTE ACTIVA (core)

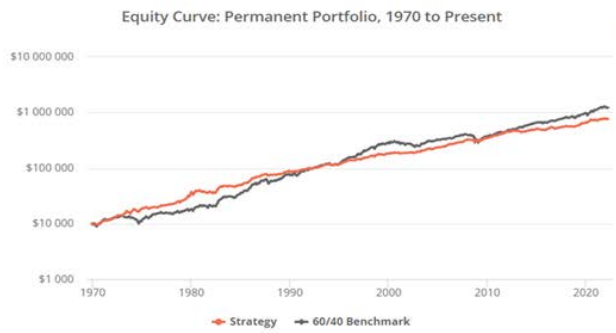
MAIN ASSETS	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	YTD	5d	1m	3m	6m	1y	5y
Cash	5%		●			-0,5%	0,0%	0,0%	-0,1%	-0,2%	-0,5%	-2,1%
EUR Fixed Income	30%		●			-5,7%	-0,3%	-3,9%	-5,5%	-6,3%	-6,8%	2,7%
Global Equities	50%				●	-2,3%	0,0%	4,0%	-3,3%	7,1%	13,2%	68,0%
Global Alternatives	15%				●	8,1%	-0,7%	0,1%	8,0%	10,2%	19,7%	41,7%
Equities + Alternatives	65%				● ●							

- Er zijn geen wijzigingen in visie qua grote activaklassen. Alternatieven blijven licht overwogen. Een positie van 15% op portefeuilleniveau beschouwen we als neutraal. Licht overwogen nadert de grens van 20%. Ongeveer 1,5 jaar geleden wezen we voor het eerst op het toenemend belang dat deze categorie kan vervullen gedurende het volgend decennium. Alternatieve activaklassen kunnen voor een klein stuk de rol overnemen van het traditionele vastrentende luik. Het voorbije jaar verloor de Barclays EUR Aggregate Index - onder druk van oplopende intrestvoeten en kredietpremies - 7% van zijn waarde. Alternatieve beleggingen stegen over diezelfde periode met bijna 20%. [1].

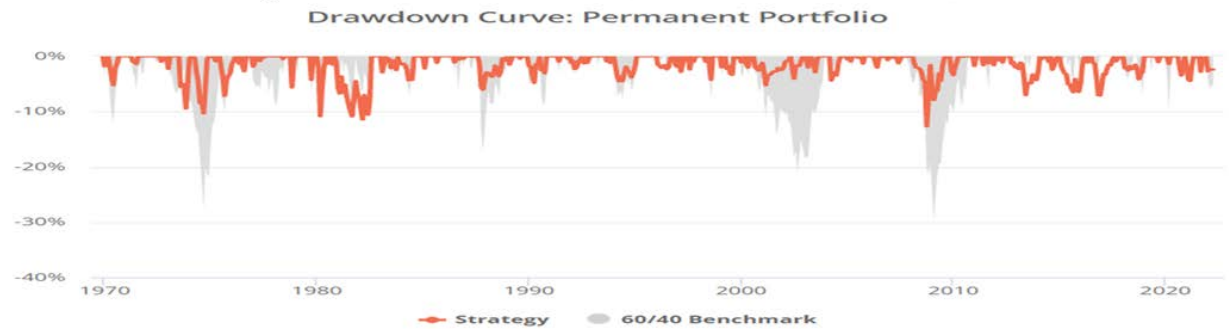
- Het belang van diversificatie kan niet genoeg benadrukt worden in de huidige omgeving. En dit hoofdzakelijk om het neerwaarts risico onder controle te houden. Vaak is het geen of/of-verhaal op vlak van activaverdeling, maar een en/en-verhaal. Als voorbeeld presenteren we onderstaande backtest (sinds 1970) van een zogenaamde permanente portefeuille die altijd evenwichtig gediversifieerd blijft tussen vier activaklassen. Het is opvallend hoe robuust een dergelijke portefeuille presteert zonder tussentijds enige aanpassing te doen. Dit toont aan dat extreme allocatieverschuivingen zelden gezond zijn, tenzij bij extreme waarderingsniveaus of zeer hoge convicties. Diversificatie werkt en is de enige ‘free lunch’ op de financiële markten.

[1] 50% Eurka Hedge Index (alternatieve liquide strategieën) + 25% Bloomberg grondstoffen index + 25% goud

Grafiek 3: De permanente portefeuille. Een historische backtest op Amerikaanse activa: 25% S&P 500 + 25% korte termijn obligaties + 25% lange termijn obligaties + 25% goud.



Statistic	Strategy	Benchmark	Statistic	Strategy	Benchmark
Annualized Return	8.7%	9.6%	Annualized Volatility	7.2%	9.8%
Sharpe Ratio	0.56	0.51	Sortino Ratio	1.00	0.87
Max Drawdown (EOM)	-12.7% 10/2008	-29.5% 02/2009	Longest Drawdown	20 months	40 months
Ulcer Performance Index	1.55	0.88	% Profitable Months	64.9%	64.4%
Best Month Return	9.7%	10.7%	Worst Month Return	-8.7%	-10.7%
Average Trades per Year	0.1	0.0	Annual Turnover	6.4%	12.1%



Nota 1: het langetermijnrendement ligt iets onder de benchmark. Maar de permanente portefeuille scoort vooral op vlak van rendement aangepast voor risico. De volatiliteit en het maximaal verlies liggen gevoelig lager. Ook de duurtijd van verliezen wordt gereduceerd. Nota 2: Garanties uit het verleden bieden totaal geen garantie voor de toekomst. Een backtest is een simulatie op historische koersen. Economische- en financiële regimes kunnen dusdanig wijzigen dat historische resultaten niet langer relevant zijn voor de toekomst.

2.2 AANDELEN: STRATEGIE (CORE)[2]

GLOBAL STYLES (FACTORS) EQUITY	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	YTD	5d	1m	3m	6m	1y	5y
Multi-Factor (breed gediversifieerde portefeuille)					● ● ●	-3,1%	-0,2%	4,1%	-3,8%	4,2%	11,2%	73,6%
Momentum					●	-3,7%	-0,6%	5,5%	-5,0%	1,2%	6,5%	91,5%
Growth		↑		●		-6,8%	-0,5%	5,6%	-8,0%	2,2%	14,5%	108,2%
Defensive (Quality & Low Vol)		↑			● ●	-2,5%	0,1%	4,4%	-3,1%	7,5%	17,2%	76,1%
Value & Shareholder Yield		↓		●		0,7%	-0,4%	2,3%	1,3%	10,2%	13,5%	37,3%
Small Caps	5%	↓	● ●			-3,2%	0,3%	3,0%	-4,4%	0,1%	4,3%	55,1%

- Zoals steeds, adviseren we beleggers om – in een evenwichtige verhouding - verschillende stijlen aan te houden in een breed gediversifieerde portefeuille. In de huidige omgeving mag een extra klemtoon op defensieve strategieën liggen.

- Voor beleggers die liever stijl-agnostisch werken en aandelen selecteren op basis van verschillende factoren adviseren we om terug iets meer klemtoon te leggen op selectieparameters zoals groei en kwaliteit en iets minder op waarde. We schatten de kans op een forse groeivertraging – met potentieel krimpende bedrijfsmarges voor het eerst sinds lang – hoger in dan gemiddeld. Het verleden leert ons dat periodes van stagflatie vaak gekenmerkt worden door iets betere performance in groei- en kwaliteitsaandelen. De winst van bedrijven met lage waarderingsratio's is vaak ook veel gevoeliger aan fluctuaties in de economische groeicyclus. Het waarderingsverschil tussen 'Growth' en 'Value' blijft niettemin extreem hoog wat dan opnieuw in het voordeel speelt van de Value-factor. In dat opzicht blijft het belangrijk voor langetermijnbeleggers om rekening te houden met de waardering bij het selecteren van groei- en kwaliteitsaandelen.

2.3 AANDELEN: SECTOREN EN THEMA'S (SATELLITE)

				SECTOR VIEW VS. BENCH								
GLOBAL SECTOR EQUITY	BENCH	BENCH	CHG	UW	N	OW	YTD	5d	1m	3m	1y	5y
Pure cyclicals	**46%**	**46%**		●			***4,6%***	***-0,6%***	***3,8%***	***1,6%***	***17,9%***	***50,9%***
Pure defensives	**29%**	**29%**				●	***0,9%***	***1,0%***	***4,0%***	***0,9%***	***20,9%***	***52,1%***
Communication Services (mix)	7%	7%		●			*-7,0%*	*-1,0%*	*3,2%*	*-7,6%*	*-2,7%*	*38,9%*
Consumer Discretionary (cyc.)	11%	11%		● ●			*-8,6%*	*-2,5%*	*6,2%*	*-10,7%*	*-0,7%*	*74,0%*
Consumer Staples (def.)	9%	9%	↓			● ●	*-0,3%*	*1,0%*	*1,3%*	*-1,7%*	*15,4%*	*34,1%*
Energy (cyc.)	5%	5%				●	*25,9%*	*1,6%*	*2,2%*	*19,5%*	*48,6%*	*23,9%*
Financials (cyc.)	14%	14%		●			*2,7%*	*-1,4%*	*4,6%*	*-0,8%*	*17,5%*	*41,6%*
Health Care (def.)	14%	14%				●	*-0,2%*	*0,3%*	*4,3%*	*1,2%*	*20,5%*	*74,2%*
Industrials (cyc.)	11%	11%	↓	●			*-3,9%*	*-1,9%*	*2,3%*	*-5,6%*	*6,5%*	*47,1%*
Information Technology (mix)	19%	19%	↑		●		*-7,8%*	*-2,4%*	*4,7%*	*-8,2%*	*16,6%*	*178,1%*
Materials (cyc.)	5%	5%				●	*6,7%*	*1,0%*	*3,9%*	*5,4%*	*17,9%*	*67,8%*
Real Estate (def.)	2%	2%			●		*-1,3%*	*0,6%*	*4,8%*	*-1,0%*	*28,8%*	*52,9%*
Utilities (def.)	3%	3%	↑			● ●	*5,2%*	*2,0%*	*5,6%*	*5,1%*	*19,0%*	*47,2%*

[2] Momentum: aandelen met de sterkste koersprestatie over de voorbije drie tot twaalf maanden. Growth: bedrijven met sterke historische en verwachte groei. Defensive: aandelen met de laagste volatiliteit en aandelen met de meest aantrekkelijke kwaliteitskenmerken zoals weinig overlopende rekeningen, hoge efficiëntie, hoge winstgevendheid, hoge vrije cashflow en een sterke balans. Value & Shareholderholder Yield: aandelen met lage waarderingsratio's, hoog dividend en hoge inkoop eigen aandelen. Small Caps: de kleinste beurskapitalisaties.

- We romen de extreme overweging in Staples (basisconsumentengoederen) iets af ten voordele van de technologiesector. We verschuiven Industrials naar licht onderwogen en verhogen Utilities nog een trapje. Defensieve sectoren blijven van belang in deze volatiele omgeving gekenmerkt door stagflatie. De cyclische sectoren Energy en Materials kunnen sterk blijven presteren zolang de inflatieverwachtingen oplopen. Binnen energie hebben we meer voorkeur voor de dienstverleners dan de grote oliespelers. In een duidelijke recessie-omgeving met een neerwaartse inflatieschok zouden we hier ook relatieve zwakte verwachten. Dit lijkt vooralsnog niet aan de orde.

- Binnen technologie kunnen de softwarebedrijven misschien wat schade inhalen t.o.v. de sterke semiconductoren nu de economische groei verder vertraagt. Heel wat softwarebedrijven bezitten ook meer pricing-power (net als Healthcare). Ook bedrijven actief in Tech-consultancy kunnen verder garen spinnen.

- Op thematisch vlak zien we aanhoudende sterkte op korte termijn in infrastructuur, defensie, cybertechnologie en landbouwbedrijven. Op heel lange termijn bieden bedrijven in afgestrafte thema's zoals elektrische wagens, Robotica, Chinese technologie en de consument in de groeilanden een beter instapmoment.

2.4 Aandelen: regio's en landen (satellite)

GLOBAL REGIONS EQUITY	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	YTD	5d	1m	3m	6m	1y	5y
Global Developed Equities	91%			●		-2,1%	-0,5%	4,2%	-3,2%	6,9%	16,2%	74,1%
Global Emerging Equities	11%			●		-3,7%	1,5%	-1,9%	-4,7%	-2,7%	-6,8%	28,6%
AMERICAS	**73%**											
United States	69%				●	-1,4%	-1,1%	4,4%	-2,9%	10,1%	21,8%	98,3%
Canada	3%			●		8,2%	-0,4%	4,9%	8,2%	16,7%	26,1%	62,7%
Emerging Latin America	1%			●		33,6%	3,5%	11,9%	34,6%	30,4%	35,1%	17,9%
EUROPE	**15%**											
Eurozone	7%		●			-8,8%	0,9%	4,9%	-9,6%	-3,3%	1,4%	27,6%
United Kingdom	3%				●	5,1%	1,0%	5,1%	5,1%	11,5%	19,1%	25,2%
Switzerland	3%			●		-5,3%	0,3%	5,2%	-5,8%	5,0%	10,9%	56,7%
Nordics	2%		●			-6,9%	2,3%	9,1%	-7,1%	0,2%	9,1%	64,3%
Emerging Eastern Europe (ex Russia)	0,2%		● ●			-6,9%	4,0%	11,6%	-8,0%	-8,8%	13,1%	3,3%
EMERGING MIDDLE EAST	**0,2%**											
EMERGING AFRICA	**0,5%**											
ASIA PACIFIC	**17%**											
Japan	6%			●		-5,3%	-0,2%	-1,0%	-5,3%	-5,3%	-2,4%	27,6%
Pacific Ex-Japan	4%		●			6,9%	0,7%	6,3%	6,6%	10,0%	10,1%	33,4%
Emerging India	1%		●			2,3%	2,7%	6,9%	0,0%	4,2%	25,4%	64,3%
Emerging China	4%			●		-10,7%	1,7%	-5,5%	-11,0%	-14,5%	-30,3%	4,9%
Emerging Asean	3%				●	8,2%	0,9%	0,3%	7,4%	15,7%	16,6%	14,5%

- Er zijn geen wijzigingen in regionale visies.

2.5 Vastrentend en vreemde valuta (core)

GLOBAL FIXED INCOME	REFERENCE	CHANGE	VIEW VS. REFENCE UW	N	OW	YTD	5d	1m	3m	6m	1y	5y
EUR CASH	0%	↓			●●							
LOW RISK QUALITY (EUR & investment grade)	75%		●●									
Euro IG Government	45%		●●			-5,7%	-0,3%	-3,7%	-5,5%	-6,4%	-7,0%	3,9%
Euro IG Government Inflation Linked (1-5)	5%			●		3,6%	0,1%	0,2%	3,7%	4,5%	7,3%	11,3%
Euro IG Floating Rate Notes	5%				●	-0,3%	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,4%	-0,4%	0,0%
Euro IG Corporates	20%		●			-5,1%	0,3%	-1,9%	-4,9%	-5,8%	-5,6%	3,3%
EUR Corp IG A						-5,7%	-0,1%	-2,7%	-5,5%	-6,4%	-6,6%	2,7%
EUR Corp IG BBB						-5,4%	0,3%	-1,9%	-5,2%	-6,1%	-5,7%	4,8%
MEDIUM RISK (investment grade)	15%				●							
US IG Government Bonds USD	5%				●	-5,8%	0,4%	-3,1%	-5,0%	-5,9%	-4,0%	8,5%
USD IG Floating Rate Notes	2%				●	-0,2%	0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,3%	0,1%	9,5%
US IG Corporate Bonds USD	2%			●		-7,8%	1,1%	-2,1%	-6,7%	-7,9%	-4,6%	17,3%
China IG Government Bonds CNY	2%				●	0,7%	0,2%	0,4%	0,7%	2,2%	5,6%	24,6%
Emerging IG Bonds USD (corp+gov)	2%		●			-10,9%	1,0%	-2,9%	-10,4%	-10,5%	-8,3%	11,6%
Majors G8 FX IG bonds (ex-USD): JPY, CAD, GBP, CHF, SEK, NOK, AUD & NZD	2%			●								
HIGH RISK	10%		●●									
Global High Yield	5%		●●			-6,0%	1,1%	-0,4%	-5,7%	-6,6%	-4,3%	17,5%
Euro Corporate High Yield EUR						-4,1%	0,5%	0,0%	-4,1%	-4,1%	-2,5%	10,4%
US Corporate High Yield USD						-5,0%	0,8%	-1,3%	-4,9%	-4,3%	-1,0%	25,5%
Emerging High Yield USD						-6,6%	1,4%	1,2%	-6,5%	-8,7%	-6,9%	5,4%
Emerging Local Currency	3%			●		-2,4%	0,8%	-1,5%	-2,1%	-2,1%	-0,2%	14,0%
Global Convertibles	2%		●			-4,4%	0,3%	1,2%	-5,1%	-6,5%	-5,2%	39,8%

- Binnen het vastrentend luik adviseren we nog steeds om cash-posities vrij hoog te houden. Kwalitatieve obligaties en 'high risk' obligaties blijven sterk onderwogen. Medium-risk obligaties worden licht overwogen.[1]

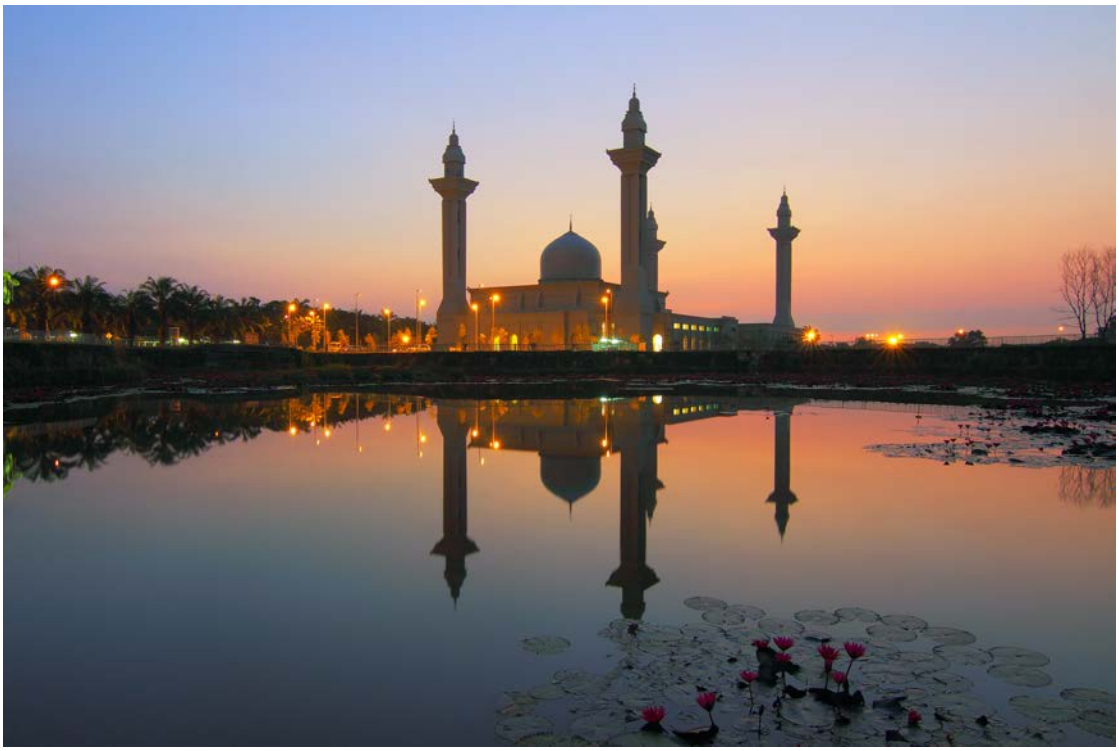
- We introduceren een nieuwe activaklasse die we in de vorige publicatie vermeldden en naar de toekomst toe opvolgen met positief advies: obligaties met een variabele rente (floating rate notes). Hoge cashposities kunnen iets worden afgebouwd om deze activaklasse invulling te geven. De vlottende rentes zijn meestal gekoppeld aan korte -of lange rentevoeten die respectievelijk dicht aanleunen bij de centrale bancaire rente en de 10-jarige rente. De stijgende coupons – in het geval van renteverhogingen – leiden tot minder koersrisico.

- De oorlog in Ukraine doet de inflatie- en renteverwachtingen sterker oplopen, wat zich vertaalt in forse verliezen op quasi alle obligatie-indices. Vastrentende beleggingen hebben het slechtste kwartaal ooit achter de rug. De lage coupons bieden in veel gevallen nog weinig koersbescherming tegen oplopende renteniveaus. De meest negatieve uitschieters vinden we terug in Emerging Market obligaties in USD, Amerikaanse bedrijfsobligaties van het type 'investment grade', en wereldwijde High Yield obligaties, van dichtbij gevolgd door staatsobligaties in euro en dollar. Positieve uitschieters merken we op in Europese inflatie-gelinkte obligaties en Chinese staatsobligaties.

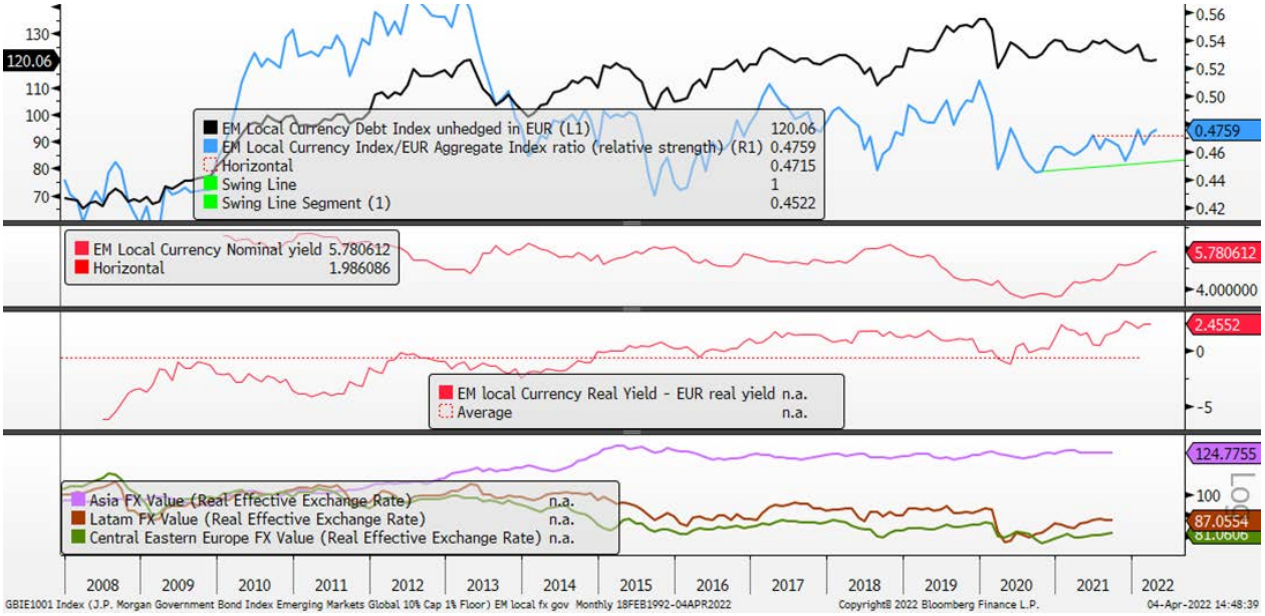
[3] Low-Risk (kwalitatieve) obligaties: type Investment Grade in EUR. Medium-Risk obligaties: type Investment Grade met wisselkoersrisico (G7-valuta of CNY-valuta). High-Risk obligaties: type high-yield (hoger faillissementsrisico) met of zonder wisselkoersrisico, Emerging Markets met lokaal valutarisico en converteerbare obligaties.

- Emerging Market obligaties in lokale munt houden tot nu toe redelijk goed stand ondanks de buitengewone geopolitieke spanningen en de stijging van de dollar.

- In tegenstelling tot het verleden hebben heel wat groeilanden veel minder externe schulden in dollar uitstaan. Externe publieke schulden in dollar (Emerging USD government bonds) zijn gevoeliger aan koerszwakte in tijden van kapitaalvlucht en gedurende periodes waarin de Fed de rente optrekt. De schuldpot van de groeilanden bestaat momenteel uit ongeveer 80% obligaties uitgedrukt in lokale valuta. Binnenlandse institutionele investeerders zoals pensioenfondsen en banken zorgen voor een meer stabiel clientèle in deze activaklasse.
- Een select aantal centrale banken in deze landen (Mexico, Chili, Brazilië, Hongarije, Roemenië, Zuid-Afrika,…) staat ook veel verder in hun rente-cyclus. Deze banken verhogen ondertussen meer dan een jaar hun tarieven om de opvliegende inflatie te bevechten. Onze monetaire autoriteiten daarentegen staan nog steeds te treuzelen. Deze hogere rentetarieven ondersteunen in elk geval al de wisselkoers en de koers van korte- en middellange termijn obligaties. Langlopende obligaties doorstaan nog wat volatiliteit, maar begin volgend jaar kan lokale inflatie tijdelijk pieken nu ook de Westerse banken de rentes verhogen. Centrale banken in een aantal groeilanden worden mogelijk ook terug de eerste banken die hun rente zullen verlagen om zo de lokale economie opnieuw te voorzien van liquiditeit. Emerging Bonds in lokale valuta kunnen dan presteren.
- De handelsbalans van groeilanden ziet er gemiddeld beschouwd gezonder uit dan voorheen met een surplus dankzij sterke grondstofprijzen.
- Deze activaklasse biedt momenteel een rentevoet van 5,7% (gemiddelde van 18 groeilanden). Het reëel renteverschil met Europees papier bedraagt 2,5%, een historisch hoogtepunt. Vooral de Latijns-Amerikaanse en de Oost-Europese landen bieden lange-termijn potentieel. De waardering van hun wisselkoers bereikte onlangs ook een laagtepunt.
- Deze activaklasse is aantrekkelijker geworden in een langetermijnperspectief. Een neutrale positie lijkt ons meer dan aangewezen. We wachten alsnog op nog meer stabiliteit in de inflatiecijfers alvorens de activaklasse sterk te verhogen.



Grafiek 4: Emerging Markets Local Currency Fixed Income: Koers, rente, reëel renteverschil met de Eurozone en wisselkoerswaardering



Bron: Merit Macro, Bloomberg grafiek

2.6 ALTERNATIEVEN (CORE)

GLOBAL ALTERNATIVES	BENCH	CHANGE	UW	N	OW	YTD	5d	1m	3m	6m	1y	5y
LIQUID ALTERNATIVE STRATEGIES	50%		●			-2,0%	-		-2,0%	-1,0%	2,1%	35,8%
Multi-Manager strategies	10%				●●	-1,6%	-	-	-1,6%	-0,9%	1,8%	26,9%
Equity Hedge strategies	10%				●	-3,7%	-	-	-3,7%	-2,8%	0,5%	45,2%
Event Driven strategies	10%		●●●			-1,5%	-	-	-1,5%	0,3%	4,8%	36,8%
Global Macro strategies	10%				●●	-0,8%	-	-	-0,8%	-0,5%	0,9%	27,0%
Relative Value Arbitrage	10%		●●●			-1,1%	-	-	-1,1%	-0,2%	2,5%	27,2%
LISTED REAL ASSETS	50%				●							
Gold (physical)	25%				●	8,3%	-0,5%	-0,4%	9,3%	14,7%	18,4%	48,3%
Commodities (futures)	25%				●	28,9%	-2,2%	0,9%	27,4%	29,0%	57,7%	49,0%

- Grondstoffen hebben een extreem sterke rit achter de rug. Deze activaklasse steeg maar liefst 58% in een jaar tijd. De huidige volatiliteit is ongezien hoog omwille van de grote onzekerheid. Wekelijkse bewegingen van -15% en +15% zijn nu de norm als we kijken naar de volatiliteitsmaatstaven in deze activaklasse. Grondstoffen kunnen snel wat stoom aflaten indien de Oekraïense situatie verbetert. Niettemin, we behouden onze positieve visie vanuit een langetermijnperspectief.

- De Biden-administratie wil 180 miljoen vaten olie vrijgeven uit haar strategische reserve wat ongeveer gelijk staat aan 1 miljoen vaten per dag (mmb/d) gedurende zes maanden. De oliemarkten fluisteren dat er misschien nog een extra 50 miljoen vaten of 0,3 mmd/d bijkomen van andere landen die meedoen in de hoop de olieprijzen hiermee te doen dalen. Het totaal komt hiermee op een extra 1,3 mmb/d voor het volgende halfjaar.

- Dit lijkt een significante evolutie die inderdaad op korte termijn de olieprijs wat zou kunnen temperen. Gemiddeld gezien duurt het 13 dagen voor olie uit de strategische reserve de internationale markten bereikt. Best wel snel. De situatie op middellange- en lange termijn blijft echter alarmerend. De strategische vrijgave lijkt niet meer dan een pleister op een grote wonde. De markt heeft nood aan een constante stroom van extra olie die nog steeds ontbreekt. Rusland exporteert ongeveer 8mmb/d waarvan 3 mmb/d de komende kwartalen wegvalt omdat oliehandelaren en bedrijven zichzelf vrijwillig sanctioneren. De regeringen in de VS en het Verenigd Koninkrijk hebben al een officieel importverbod opgelegd. Europa kan moeilijk volgen gegeven hun afhankelijkheid. Als Poetin de kraan wat toedraait (als vergelding of drukkingsmiddel voor de sancties) is het hek van de dam.

- De prijs van het oliecontract op korte termijn zakte initieel 7 dollar op het nieuws van de strategische vrijgave. Niettemin, de oliecontracten op langere termijn begonnen te stijgen. Olie voor levering eind dit jaar steeg van 92,8 USD richting 93,8 USD en olie voor levering op twee jaar tijd steeg met bijna 5 USD van 75,3 USD naar 80 USD. De VS consumeert ongeveer 20mmb/d (het Amerikaans militair complex verbruikt 100 miljoen vaten per jaar) en binnenkort breken de drukke zomermaanden aan. China zit momenteel in lockdown, maar ook daar komt de vraag snel terug dit jaar. Het extra surplus van 1,3 mmb/d zal snel opgesoupeerd zijn en dekt enkel het verwachte tekort voor de komende twee kwartalen. De oliemarkt vraagt zich al luidop af wat er precies zal gebeuren met de olieprijs wanneer de reserves volgend jaar opnieuw moeten worden opgevuld.

- Aan de aanbodzijde lijkt er nauwelijks extra capaciteit te zijn. Enkel Saudi-Arabië en de Verenigde Arabische Emeritaten kunnen misschien een extra 1.5 mmd/d binnen de drie maanden naar de markt brengen. Maar die landen weigeren voorlopig toe te geven aan de smeekbede van onze politici. Het is nog maar de vraag of deze twee landen werkelijk de productie zo snel gedurende lange tijd kunnen opdrijven. Een aantal experts twijfelen soms aan deze zogenaamde lange-termijn capaciteit. Van de andere OPEC-landen moet trouwens ook niet veel worden verwacht. Zij produceren momenteel soms ver beneden hun toegelaten quota, wat onthutsend is gegeven de torenhoge winstgevende olieprijzen. Het wijst er inderdaad op dat de bestaande olie-infrastructuur massaal verouderd is en niet in staat om plotse tekorten snel te counteren.

- Het structureel olietekort kan volgend jaar nog steeds fluctueren in de range van 2 mmb/d tot 5mmb/d als Poetin wraak neemt. Hogere olieprijzen zijn de enige manier om een onevenwicht tussen vraag en aanbod op te lossen. Een diepere recessie volgend jaar zou eventueel ook het onevenwicht kunnen herstellen. Geen wonder dat de VS opnieuw toenadering zoekt tot Iran en Venezuela die tot vrij recent nog steeds werden bestempeld als vijandig. Onze politici gaan niet vrijuit in deze malaise. Zij hebben het voorbije decennium extra investeringen in de bestaande olie- en gasinfrastructuur belemmerd onder het mom van een wakkere ideologie. Hernieuwbare energie is zonder twijfel de toekomst, maar zomaar een bron van energie brutaal afsnijden moest wel uitmonden in problemen.

- Op vlak van voedselprijzen verwachten we ook niet direct een terugkeer naar normaal. De hoge meststofprijzen worden onbetaalbaar voor landbouwers. Zij hebben drie opties: hun land braak laten liggen, slechts een deel planten met meststof of volledig planten zonder meststof maar met 30% minder tot gevolg. Wellicht wordt de wereld binnen een half jaar geconfronteerd met extreme tekorten op de markten van rijst, tarwe, gerst, rogge en maïs.

- Ondanks de reeds hoge koperprijs, moet de productie van koper nog fors verder opgedreven worden tegen 2030 wil men een aanbodtekort voorkomen. De wereld moeten ongeveer een extra 100 miljard dollar pompen in productie. Hiervoor moeten er het volgend decennium ongeveer acht nieuwe kopermijnen worden geopend met dezelfde omvang als de huidige grootste kopermijn. De CEO's van koperbedrijven zijn er in ieder geval niet gerust in dat deze doelstelling haalbaar is.

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

Investeringscomité Merit Capital

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