



**MERIT CAPITAL**

WEALTH MANAGEMENT



# Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Januari 2020

## KERNVISIE

De sterke opmars van de financiële markten hield de afgelopen weken stand. Wereldwijd zoeken aandelenmarkten hogere regionen op. Credit spreads op bedrijfsobligaties dalen verder. De volatiliteit bleef laag ondanks de oplopende geopolitieke spanningen met Iran. Die laatste lijken intussen meer dan gekalmeerd. De beurzen beklimmen de muur van zorgen onder de stimulans van trendjagers, lagere rentevoeten, stabiliserende economische indicatoren en beter dan verwachte bedrijfsresultaten. We blijven overwogen in aandelen.

TACTICAL CORE ASSETS	---	N	+++	MODERATE					BALANCED					DYNAMIC				
				last	NOW	min	mid	max	last	NOW	min	mid	max	last	NOW	min	mid	max
CASH LIKE EXPOSURES (<1Y)				15%	<b>10%</b>	0%	<b>10%</b>	100%	10%	<b>5%</b>	0%	<b>5%</b>	100%	10%	<b>5%</b>	0%	<b>5%</b>	100%
GLOBAL LONG ONLY FIXED INCOME				43%	<b>43%</b>	0%	50%	100%	28%	<b>28%</b>	0%	35%	100%	3%	<b>3%</b>	0%	10%	100%
GLOBAL LONG ONLY EQUITY				30%	<b>35%</b>	0%	30%	40%	50%	<b>55%</b>	0%	50%	65%	75%	<b>80%</b>	0%	75%	100%
ALTERNATIVES				12%	<b>12%</b>	0%	<b>10%</b>	40%	12%	<b>12%</b>	0%	<b>10%</b>	65%	12%	<b>12%</b>	0%	<b>10%</b>	100%
<i>total equity + alternatives</i>					<b>47%</b>		<b>40%</b>			<b>67%</b>		<b>60%</b>			<b>92%</b>		<b>85%</b>	

- We verkiezen nog steeds de ontwikkelde markten boven de groeiemarkten. Emerging Markets zijn goedkoper en vertonen sterker macro-economisch momentum, maar het koersmomentum blijft zwak. Ook de winstevolutie evolueert minder gunstig dan deze van Amerikaanse bedrijven. We verkiezen momenteel selectieve posities in een aantal groeielanden zoals Rusland, Brazilië en Griekenland. De Asean-landen vertonen volgens ons nog te weinig koersmomentum om de regio te gaan overwegen. Latijns-Amerika lijkt vrij goedkoop, maar lijdt onder sociale onrust. Onze visie kan dit jaar plots sterk wijzigen.
- We zijn neutraal tussen Europese en Amerikaanse aandelen. In het verleden hadden we een duidelijke voorkeur voor Amerikaanse aandelen, maar de relatieve aandelenwaarderingen zijn zodanig sterk opgelopen dat een meer neutrale houding lijkt aangewezen. De Amerikaanse beurs profiteert wel nog steeds van betere trends op koers- en winstvlak.
- Op sectorvlak overwegen we technologie, health care en industriële bedrijven. We onderwegen nutsbedrijven en communicatie. We zijn neutraal op de andere sectoren.
- Binnen de categorie *fixed income* adviseren we sinds drie maanden een lagere duration dan de gemiddelde obligatiebenchmarks.
  - We onderwegen kwaliteitsobligaties (EUR en investment grade). Rentes veren langzaam op van zeer lage niveaus. Voor wie in staatsobligaties moet beleggen, verkiezen we inflatie-gelinkte obligaties. Deze activaklasse noteert relatief goedkoper dan normale staatsobligaties.
  - Binnen de G10 werden we iets voorzichtiger op USD-posities. We overwegen CAD, GBP, NOK en NZD.
  - We overwegen zoals steeds obligaties uit de Emerging & Frontier markets. Relatief hoge reële rentevoeten, goedkopere wisselkoersen en lage inflatievoeten ondersteunen nu al geruime tijd de activaklasse. Ook trend- en momentumindicatoren blijven hier sterk.
- We behouden onze positieve visie op *alternatives*. We overwegen in deze categorie liquide, alternatieve fondsen ten nadelen van beursgenoteerde reële activa zoals goud, olie en grondstoffen. Binnen de categorie *liquid alternatives* hebben we een voorkeur voor Multi- strategie fondsen en global macro strategieën.

## GEPOLITIEKE SITUATIE & MARKTINDICATOREN

Het sluiten van een eerste handelsakkoord met China leidt tot hernieuwd optimisme. De torenhoge wereldwijde onzekerheid neemt verder af. Fondsbeheerders – die veel cash aanhielden uit angst voor verdere escalatie – slaan terug aan het kopen. De positieve gevolgen hiervan kunnen zich laten voelen in een toekomstig herstel van de exportgroei en een stabilisatie van industriële sectoren.

Markindicatoren schetsen een positief beeld. Onze trendsignalen blijven positief op korte en middellange termijn. Ook de marktbreedte laat sterke signalen zien. Impliciete risico-modellen wijzen op teruglopende risico-aversie wat ondersteunend werkt. Bepaalde korte-termijn technische indicatoren vertonen wel tekenen van oververhitting. De kans op een kleine, korte correctie of consolidatie wordt groter.

## LEIDENDE MACRO-ECONOMISCHE INDICATOREN & RECESSIE RISICO'S

Bepaalde macro-economische timing modellen tekenden de afgelopen twee maanden verbetering op. De zesmaandelijke verandering in de manufacturing PMI keerde positief voor de VS en China. Dit is nog niet het geval in de Eurozone, Japan en het VK. In de Eurozone draaide de ZEW-index (enquête onder institutionele beleggers) positief. Ook de wereldwijde OECD-indicatoren (met uitzondering van Japan) wijzen op een positief omslagpunt.

De industriële sector stabiliseert en een aantal groei landen vertonen eerste tekenen van herstel in de exportgroei. Het effect van de China-VS handelsrelaties speelt hier een enorme rol. De arbeidsmarkten blijven sterk met zeer lage werkloosheid in de VS en het VK. Achter de kerncijfers merken we al een aantal maanden vertraging op. Het aantal openstaande vacatures daalt en de werkloosheidsaanvragen stijgen. Het aantal Amerikaanse staten met een stijgend werkloosheidscijfer neemt toe. Onvoldoende volgens ons om recessie-alarm te slaan, maar zeker het opvolgen waard. Deze zwakte is wellicht ook de reden dat de Amerikaanse FED niet direct van plan lijkt om de rente te verhogen.

## MONETAIR & BUDGETTAIR

De laatste maanden verlaagden de centrale banken wereldwijd de rente in navolging van de economische groeivertraging. De monetaire injectie lijkt op rentevlak bijna even groot als in 2008 terwijl de groeivertraging meevalt. De lage reële rentevoeten ondersteunen de aandelenwaarderingen en kunnen dit jaar hopelijk zorgen voor een heropleving van de wereldeconomie.

Op budgettair vlak verwachten we verbetering in vergelijking met de vorige vijf jaren. Overheden worden wereldwijd aangespoord om een deel van de stimuli over te nemen van de centrale banken. Duitsland blijft tegen gekant, maar ook hier gaan stemmen op om te streven naar meer overheidsuitgaven richting infrastructuur en hernieuwbare energie.

## WINSTEVOLUTIE & WAARDERINGEN

Alle grote regio's vertonen nu een negatieve winstgroei in vergelijking met vorig jaar. Amerikaanse winsten daalden -0,3% in Q3 2019. Voor Q4 is de consensus een winstdaling van 0,5% op jaarbasis. Deze winststijging laat zich (voorlopig) niet voelen op de beurs. De beurskoersen zakten eind 2018 reeds als anticipatie op een winstvertraging in 2019.

Voor 2020 wordt een gemiddelde winstgroei verwacht van 9,6%. Een half jaar terug lag de consensusverwachting voor 2020 nog op 12% winstgroei. Deze winstverwachting ligt volgens ons nog steeds aan de hoge kant. Echter, een winstgroei van 5% lijkt misschien haalbaar nu de macro-economische indicatoren stabiliseren. Ons eigen winstmodel – die gebaseerd is op macro-economische indicatoren – wijst op de mogelijkheid van een positieve winstgroei in 2020.

De Amerikaanse winstresultaten voor Q4 lopen momenteel binnen. De eerste signalen zijn volgens het populaire *Lipper Alpha en Refinitiv rapport* opnieuw positief:

- 44 bedrijven uit de S&P 500 rapporteerden Q4-cijfers. Hiervan versloeg 70,5% de verwachting in vergelijking met een historisch gemiddelde van 65%.
- De totale verrassingsfactor (gerapporteerde winst versus verwachte winst) bedraagt momenteel 4,7% in vergelijking met een historisch gemiddelde van 3,3% sinds 1994 en een gemiddelde van 4,9% over de voorbije laatste twaalf maanden.

De markten hechten geloof aan een potentieel winstherstel gegeven de sterke opleving van de waarderingen sinds begin dit jaar. De wereldindex noteert tegen 17 keer de verwachte winst. Niet langer goedkoop, maar de wereldindex bestaat voor meer dan 60% uit duurere Noord-Amerikaanse aandelen. De MSCI World Ex-USA lijkt eerder fair gewaardeerd. Bovendien wordt een hoge koerswinstverhouding verantwoord door lage inflatie, lage reële rentevoeten en hoge winstgevendheid. Op relatief vlak versus obligaties lijken aandelen nog steeds goedkoop. De impliciete risicopremie noteert immers nog steeds aan de hoge kant. Hoge winstrendementen op aandelen (vergoeding aandeelhouders) versus lage reële obligatierendementen, maken van aandelen nog steeds een aantrekkelijke activaklasse op lange termijn.

Hans Heytens

Head of Research/Portfolio Manager Merit Capital

## Disclaimer

*De Merit Capital macro-economische visie is een uitgave van Merit Capital, [www.meritcapital.eu](http://www.meritcapital.eu). Behoudens de uitdrukkelijke bij wet bepaalde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave veeleer eenvoudig 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.*