



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

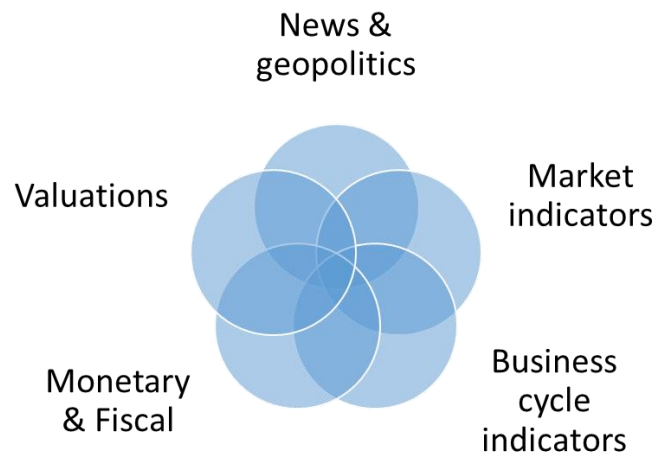
Tussentijdse update 11 mei 2020

De markten herinnerden beleggers er afgelopen weken opnieuw aan dat enerzijds de economie en anderzijds de aandelenmarkt niet gelijk hoeven te lopen. Het was te verwachten dat op macro-economisch vlak het een ramp was voor de traditionele indicatoren, maar de markt keek er los door. Aandelen gingen vlot hoger ondanks het desastreuze nieuws van miljoenen jobverliezen en extreem laag ondernemersvertrouwen. De relatie tussen de economie en de aandelenmarkt is niet altijd even eenduidig. Beleggers kijken meestal vooruit en de Amerikaanse aandelenbeurzen verdisconteren momenteel een relatief sterk herstel in de komende zes tot twaalf maanden. Het lijkt alsof de markt niet langer geïnteresseerd is in 2020, maar zich al opmaakt voor een sterk herstel in 2021. Veel beleggers hebben moeite dit te geloven. Het zit in onze natuurlijke aard om een huidige negatieve situatie steeds te extrapoleren naar de toekomst toe. Terecht of onterecht valt deze keer nog af te wachten. De kans op een fors herstel mogen we ook niet helemaal afschrijven. Het financieel systeem kraakt niet zoals in 2008. Banken hebben snel in hun dividenden geknipt om buffer te voorzien en de balansen zijn sterker dan ooit. Banken zijn deze keer niet de kop van jut en vervullen een noodzakelijke economische rol via het verlenen van tijdelijke noodkredieten aan bedrijven en gezinnen.

Uit vorige pandemieën leren we dat zowel de economie als de beurs snel kan herstellen. Het is echter wel opletten voor een tweede Corona-golf met nieuwe lockdown-maatregelen. Dit zou rampzalig zijn voor de markt. Ook de mate van het economisch herstel wordt belangrijk om te volgen. Als we de Chinese roadmap bekijken, zouden we de komende drie maanden tenminste 70% herstel moeten zien in economische activiteit. Teleurstellingen op dat vlak kunnen leiden tot heropflakking in de volatiliteit. In dat opzicht vinden we de situatie op de Amerikaanse arbeidsmarkt wel hoopgevend. In de VS verloren intussen 30 miljoen mensen hun job, wat op het eerste zicht een absolute ramp is. Echter, ongeveer 80% van deze verliezen is **tijdelijke** werkloosheid die volgens Europese normen niet zou worden meegeteld in de werkloosheidscijfers. Bij heropstart kunnen deze werknemers snel terug actief worden. Bovendien doen de massale stimuli hun werk. Tal van werkloze Amerikanen ontvangen nu een werkloosheidsuitkering die hoger ligt dan hun eerder salaris. De gemiddelde uitkering is in de VS gestegen tot maar liefst 3200 dollar per maand! De enorme omvang van de stimuli verklaart volgens ons ook de huidige kloof tussen de hoge aandelenwaarderingen en de harde economische realiteit. De macro-economische verwachtingen staan momenteel vrij laag zodat er wel wat ruimte ontstaat voor opwaartse verrassingen. Dit vergt een foutloos herstel van zowel het ondernemers- als het consumentenvertrouwen zonder terugkerende Corona-angst.

In deze publicatie presenteren we kort enkele relevante observaties en staan we ook opnieuw even stil bij de denk- en werkwijze van onze fondsbeheerders. We achten het absoluut noodzakelijk om onze klanten en stakeholders transparantie en duidelijkheid te scheppen op vlak van ons eigen investeringsproces. Onze filosofie staat uitgebreid gedocumenteerd. Ze biedt steeds een houvast en leidraad in goede en slechte tijden die tot dusver tot mooie resultaten leidde.

Merit Capital 360° macro-proces



- **Twee weken terug schroefden we in ons flexibel fonds - waar we vaak iets sneller en meer flexibel kunnen reageren - onze aandelenpositie terug op naar licht overwogen.** In onze uitgebreide outlook van 28 april 2020, maakten we nog gewag van een onderwogen positie, maar de komst van nieuwe ideeën gekoppeld aan gunstige marktindicatoren veranderde dit. We onthouden ons van gedurfde uitspraken voor de komende 3 tot 12 maanden. Onze visie, asset allocatie en posities bekijken we – over al onze strategieën heen – week per week waarbij flexibiliteit troef is.
- **De graduele opening van de wereldeconomieën stemt beleggers tevreden.** Het dieptepunt van de economische activiteit is misschien achter de rug als we enkele high-frequency indicatoren bekijken. We merken wereldwijd een heel lichte verbetering op in de vraag naar olie en gas, de verkeerssituatie en restaurantreservaties. China draait na drie maanden intussen op 90% activiteit. Uit data van Airbnb blijkt dat consumenten zelf bereid zijn opnieuw te reizen na de lockdown. Aziatische toeristen boeken nu al zomerreizen richting Europa.
- **Onze marktindicatoren evolueren voorlopig gunstig.** Financiële condities verbeteren. De volatiliteit en de stress in het banksysteem daalt verder. De kredietpremies in de geld- en obligatiemarkten krimpen opnieuw. De stijging van de aandelenmarkt wordt iets breder gedragen. Het zijn nog steeds de marktleiders die de indexen voortstuwen, maar meer en meer aandelen participeren in de beurshausse. Cyclische bedrijven vertonen een teken van leven. Voor het eerst sinds lang namen we opnieuw wat cyclische posities op, maar we blijven gemiddeld gezien onderwogen. We geven nog steeds de voorkeur aan technologieaandelen en aandelen uit de gezondheidssector. Ook bepaalde wereldwijde thema's die sterke trends vertonen bespelen we actief: video gaming, clean energy, robotica, ESG, goud en goudmijnen.
- **De grote groeiaandelen (large caps) van hoge kwaliteit domineren momenteel nog steeds de markt.** De outperformance van groeiaandelen doet zich telkens voor in marktregimes gekenmerkt door dalende, lage intrestvoeten en ondermaatse economische groei. Dit is exact de marktomgeving waar we sinds jaar en dag mee worden geconfronteerd. Het nauwlettend opvolgen van de macro-economische cyclus kan in dat verband helpen bij het opvolgen van de groeicyclus. Het lijkt er voorlopig niet op dat er snel een kentering in dit marktregime zal plaatsvinden.
- **In onze interne strategieën houden we bij de selectie van groeiaandelen rekening met drie uiterst belangrijke criteria: kwaliteit, momentum en risk-management.** Talloze studies hebben intussen aangetoond dat ze cruciaal zijn in de toolbox van opportunistische groeibeleggers zoals wijzelf.
 1. **Groeiaandelen van hoge kwaliteit presteren beter dan deze van lage kwaliteit.** Winstgroei is niet alles. Kwaliteit is een tweede vereiste om als bedrijf intrinsieke waarde te creëren. Dit meten we door het gebruik van een model dat elk bedrijf scores geeft over een aantal kwaliteitsparameters heen: winstmarges, winstgevendheid, cashflows, kapitaalverwatering (kwaliteit van het management), betrouwbaarheid van de groeicijfers en de financiële gezondheid.

2. **Groeiaandelen met een sterk momentum presteren beter dan deze met een zwak momentum.** Momentum is de verandering in een variabele over de afgelopen drie tot twaalf maanden. Momentumstudies hebben meermaals aangetoond dat beleggen in wat werkt op korte termijn een hogere kans heeft om te blijven werken op korte termijn. De enige vereiste is het omarmen van een hogere omloopsnelheid in de portefeuille. De meeste beleggers hebben intellectueel moeite met dit eenvoudig concept en laten het net daardoor links liggen. Nochtans vormt momentum één van de sterkste anomalieën op de financiële markten. Intussen hebben academici vier soorten van momentum geïdentificeerd die we ook in onze eigen screening-tools hebben geïmplementeerd.
 1. **Koersmomentum:** aandelen die het best presteren op korte termijn maken het meeste kans om te blijven presteren op korte termijn.
 2. **Winstmomentum:** aandelen met de beste winstevolutie en verrassingsfactor op korte termijn maken het meeste kans op te blijven presteren op korte termijn.
 3. **Analistenmomentum:** bedrijven die op korte termijn door een hele groep analisten plots een ratingverhoging krijgen, maken meer kans om te blijven presteren op korte termijn.
 4. **ESG-momentum:** bedrijven die op korte termijn de grootste verbetering zien in hun ESG-score maken meer kans om te blijven presteren op korte termijn.
3. **Risk management: don't fall in love or turn into a believer.** De meeste bedrijven ontgoochelen op lange termijn. Slechts 10% tot 20% van de aandelen overleeft. De rest sterft een stille dood of wordt opgeslorpt. Het is vrij gemakkelijk te beleggen in een kwaliteitsvolle onderneming met hoge groeiverwachtingen en sterk momentum. Moeilijker wordt het als je verliefd wordt op een bedrijf en halstarrig vasthoudt wanneer het verkeerd loopt. En het loopt vaak verkeerd! Riskmanagement wordt dus cruciaal. Het hanteren van trend- en momentumfilters kan helpen om sneller verlies te nemen. Er noteren wereldwijd duizenden aandelen. Er is geen enkele reden om vast te houden aan verlieslatende posities als er betere kandidaten in omloop zijn. Dit vergt een sterke psychologische ingesteldheid die niet wakker ligt van fouten en het incasseren van frequente kleine verliezen. Het maken van fouten maakt deel uit van het proces.

De onzekere situatie op de financiële markten sleept verder aan. Lang vooruitkijken blijft troebel met tal van factoren die het sentiment en de volatiliteit snel kunnen doen keren. Afgelopen weken lieten we al eens vallen dat we onszelf graag uitdrukken in termen van kansen - eerder dan een zwart-wit benadering - als het op de markten aankomt. De graduele heropening van de wereldeconomie met China als leidraad, de gunstige evolutie in de marktindicatoren en de ongeziene liquiditeitsinterventies gekoppeld aan een ultra lage rentevoet stemmen ons hoopvol. Maar we hanteren echter ook de nodige argwaan dat deze markt nog fors kan teleurstellen in 2020 als het herstel terug mank loopt. Naschokken zouden ons niet verbazen. Hoeveel kans op een verderzetting van deze heropleving horen we u vragen? Laat ons zeggen 65%. Dit is iets meer dan drie weken terug. In onze interne fondsen blijven we heel actief manoeuvreren doorheen deze volatiele markten. In uw eigen beleggingsportefeuille adviseren we vanzelfsprekend nog steeds aandacht voor voldoende spreiding tussen activa, strategieën en alternatieve activaklassen in lijn met uw risico-aversie en langetermijndoelstellingen.

Tot volgende week.

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 veeleenvoudig 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.