



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Tussentijdse update 13 augustus 2020

GEOPOLITIEK

- Wereldwijd blijft Covid19 tot grote ongerustheid leiden hoewel het virus op zich redelijk gunstig evolueert.
 - In de Verenigde Staten merken we verbetering op. Het aantal nieuwe gevallen in de Verenigde Staten daalt de laatste weken op nationaal niveau, alsook in de zogenaamde probleemstaten die initieel minder strenge maatregelen troffen.
 - In Azië blijkt het virus onder controle.
 - Latijns-Amerika piekt wellicht uit.
 - De Europese Unie wordt wel opnieuw geconfronteerd met een nieuwe golf aan Covid19 gevallen, maar zowel de hospitalisatiegraad- als het sterftecijfer blijft voorlopig extreem laag.

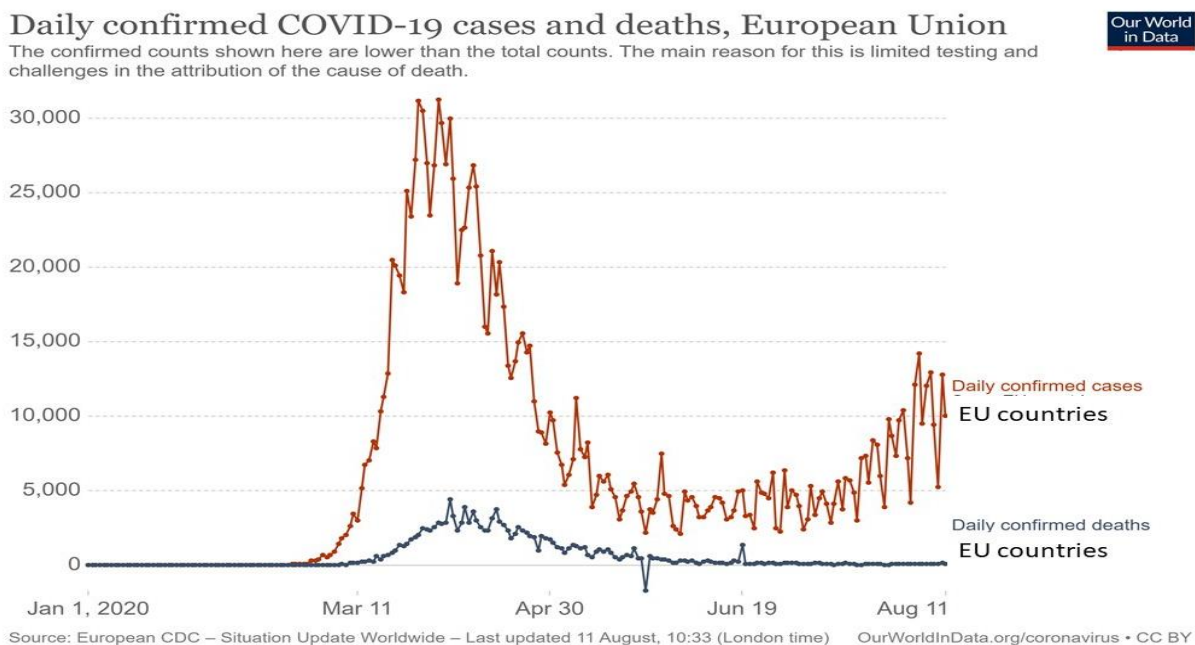
We achten de kans op nieuwe nationale lockdowns veel kleiner dan voorheen omwille van de desastreuze economische gevolgen. Meer lokale lockdowns bij heropflakkingen behoren helaas wel nog tot de mogelijkheden (recent: Antwerpen, Auckland,...).

- Jammer genoeg voedt de media de angst door vooral non-stop te focussen op het stijgend aantal gevallen. Dit leidt bij heel wat personen vaak tot een foutief beeld en kan bovendien resulteren in een onafgebroken, zwak consumentenvertrouwen dat het economisch herstel tegenhoudt. In dat opzicht willen we vermelden dat er ook heel wat positief nieuws te rapen valt i.v.m. Covid19:
 - Zes weken na de start van de tweede golf blijft het dodental in Europa extreem laag (Figuur 1). Tijdens de eerste golf begon het dodental gevoelig te stijgen met ongeveer twee weken vertraging. Een maand is intussen verstreken zonder een exploderend dodental. Integendeel, het dagelijks Europees sterftecijfer varieert al enkele weken rond de 4 per 1.000.000 inwoners, hoopvol dus. De cijfers tonen voorlopig - met uitzondering van enkele Oost-Europese landen – ook geen abnormale stijging in het aantal ziekenhuisopnames.¹
 - Ongeveer 90% van de sterfgevallen doet zich voor boven de leeftijd van 60 jaar. De laatste twee maanden zien we een gevoelige daling in de leeftijdsgrens 60-79 en neemt de categorie 80+ het voortouw in de sterftecijfers.
 - In tegenstelling tot de eerste golf vertoont de meerderheid van de gevallen geen tot milde symptomen zonder hospitalisatie. In de maanden januari-mei waren er respectievelijk 45% en 30% gevallen met geen tot milde symptomen. De laatste twee maanden vertoont maar liefst 65% van de gevallen geen symptomen en 26% vertoont slechts milde symptomen. Ongeveer 91% van de positieve geteste gevallen blijft dus ziekenhuisvrij. Het CFR-cijfer (Case Fatality Rate of sterftecijfer t.o.v. het aantal positief geteste gevallen) is in Europa de laatste twee maanden gedaald van 8% naar 1%. We weten intussen dat er exponentieel meer geïnfecteerde personen zijn dan tot nu toe wordt gedetecteerd. Academici raken het voorlopig nog niet eens over het werkelijk sterftecijfer, maar verschillende schattingen doen de ronde. Dit is het zogenaamde IFR-cijfer (Infection Fatality Rate d.w.z. het aantal sterftegevallen t.o.v. het totaal aantal geïnfecteerde personen inclusief deze die ongetest blijven). De Wereldhandelsorganisatie plaatste de IFR op 0,6%, Stanford en Oxford maken melding van 0,25% en 0,5%, een studie uit Duitsland spreekt van 0,37%. Opvallend, de IFR blijft dalen naargelang nieuwe studies uitrollen. Ter vergelijking, de IFR van de griep bedraagt gemiddeld 0,1% en kan oplopen tot 0,3% in een zwaar seizoen. Het Ebola-virus heeft een IFR van 50%.
 - In Zweden - het land dat rekende op het gezond verstand zonder verplichte lockdowns, social distancing en mondkapen – blijft een tweede golf voorlopig uit. De laatste twee weken vertonen nauwelijks nog sterftegevallen. Volgens de staatsepidemioloog lijkt Covid19 meer op een zware seizoengriep in een lange termijnperspectief (Figuur 2). Een aantal experts claimen bovendien dat Stockholm misschien al immuniteit heeft bereikt. De economische schade lijkt tenslotte ook veel kleiner dan elders in Europa.

¹ European Centre for disease prevention and control; Covid19 virus disease eleventh update; 10 August 2020

- Een aantal onderzoekers wijst sinds kort op het enorme belang van zogenaamde T-cellen². Hoewel de meeste researchers zich focussen op antilichamen (die vaak terug verdwijnen), blijkt uit onderzoek dat misschien 40% tot 60% van de bevolking in het bezit is van natuurlijke immuuncellen die ze vroeger hebben opgebouwd via verkoudheden. Dit maakt hen natuurlijk resistent tegen het virus. Dit gegeven is niet enkel hoopvol voor het bereiken van kudde-immuniteit, maar kan ook aangewend worden voor de ontwikkeling van toekomstige vaccins.
- Tenslotte, het virus wijst ons allen op het belang van een gezonde levensstijl. Onderzoek toont meer en meer dat de meerderheid van de zware slachtoffers zich vooral bevindt onder de personen met aandoeningen die vermijdbaar zijn dankzij een gezondere levensstijl.
- Los van Covid19, lijkt de wereld meer dan ooit overstelpt met geopolitieke zorgen: de Amerikaanse verkiezingsoorlog barst los, de China-VS spanningen houden aan en de economische uitzichtloosheid voor sommige Covid19-gevoelige sectoren baart grote zorgen. De financiële markten zijn echter kampioen in het detecteren van wat men in het Engels noemt *signal to noise detection*. De markten anticiperen en reageren echter enkel op wat telt:
 - Het verbazingwekkend, innovatief menselijk vernuft om zich snel en efficiënt aan te passen aan grote schokken en nieuwe economische omgevingen.
 - Het toekomstig herstel in het algemeen winstniveau.
 - Ultra-lage rentes leiden tot een jacht op rendement. Enorme monetaire- en fiscale injecties brengen een zee van liquiditeit met zich mee.
- Aandelenbeurzen beklimmen meestal een muur van zorgen doorheen de jaren. Beurzen stijgen inderdaad op lange termijn ondanks alle obstakels: depressies, recessies, pandemieën, wereldoorlogen, koude oorlogen, terrorisme en natuurrampen. Het lijkt een testament van de menselijke overlevingsdrang. Optimisme wint. Dit betekent natuurlijk niet dat er geen correcties meer komen, maar het verloop van de financiële markten is soms een wereld apart en kan in schril contrast (vooruit)lopen op de reële economische werkelijkheid.

Figuur 1 **Dagelijks aantal Covid19-gevallen en doden in de Europese Unie.**



Bron: European CDC

² <https://www.bbc.com/future/article/20200716-the-people-with-hidden-protection-from-covid-19>

Figuur 2 Het totaal aantal doden per maand en per miljoen inwoners sinds 1980 voor 4 Europese landen



Bron: Twitter user @FrankfurtZack; statistikdatabasen.scb.se; Insee.fr; Detstatis; Statbel

MARKTINDICATOREN

De overgrote meerderheid van onze marktindicatoren wijst op een aanhoudende risk-on omgeving:

- Volatiliteitsindicatoren evolueren gunstig.
- Financiële condities lijken kalm en ondersteunend. Interbancaire stress daalt verder. Kredietpremies op de obligatiemarkten zijn neerwaarts gericht.
- Koerstrends zijn positief.
- Intra-markt verschuivingen lijken risico-ondersteunend.
 - Small caps herleven. Waardeaandelen consolideren versus de markt. Uiterst cyclische sectoren (met uitzondering van de banken en energie) presteren beter dan de defensieve sectoren. Aandelen met hoge volatiliteit presteren beter dan aandelen met lage volatiliteit.
 - Inflatieverwachtingen stijgen gestaag.
- Sentimentsindicatoren wijzen op aanhoudend scepticisme t.o.v. de huidige aandelenrally. Vooral particulieren blijven negatief gestemd. In het verleden was dit vaak een indicatie van een verderzetting van de stierenmarkt.
- Enkel bepaalde positioneringsindicatoren schetsen een meer genuanceerd beeld. De Amerikaanse put-call indicator (optievolume in calls versus optievolume in put opties) bijvoorbeeld noteert op een extreem laag niveau wat wijst op enorm veel speculatie in de Amerikaanse markten. In het verleden werden dergelijke niveaus vaak gevolgd door consolidatiegolven of onverwachte korte termijn correcties.

LEIDENDE MACRO-ECONOMISCHE INDICATOREN

- Het wereldwijd macro-economisch momentum bestempelen we in het algemeen nog steeds als positief.
- De voorlopende OECD-indicatoren stijgen in de meeste regio's nu drie maanden op rij. Uit onze backtests blijkt dat een opeenvolgende stijging van twee maanden meestal consistent is met een positieve omgeving voor aandelenmarkten. De wereldwijde manufacturing en services PMI wijzen op groei en noteren beide boven de 50, tegen respectievelijk 50,3 en 58,1. Exportgroei herstelt in heel wat industriële landen wat ondersteunend werkt voor de cyclische sectoren. De negatieve groei in Japanse machineorders – een indicator die we nauwlettend volgen omwille van zijn correlatie met toekomstige wereldwijde economische groei – houdt eindelijk op te verslechteren. De laatste twee maanden waren we getuige van een eerste heropleving.
- In de Verenigde Staten blijven de werkloosheidsaanvragen dalen en keert de werkgelegenheid opnieuw: bijna de helft van alle verloren banen werd intussen gec recupereerd. Het wekelijks consumentenvertrouwen steeg verder en de kleinhandelsverkopen overschrijden bijna de pre-Covid piek van januari. De verhoogde werkloosheidssteun doet meer dan zijn werk.
- Binnen de Eurozone zien we een gelijkaardig beeld. Het economisch herstel verloopt traag, maar zet zich niettemin gestaag voort. Zowel de IFO-index¹ als de PMI-index¹ stijgt al drie maanden op rij. De ZEW – een index die het economisch sentiment meet onder institutionele beleggers – noteert op het hoogste niveau in meer dan zeven jaar. Kleinhandelsverkopen groeien aan 1,3% op jaarbasis versus -20% enkele maanden terug. Intussen overschrijden deze verkopen de pre-Covid piek van januari. Voor 2021 verwacht de consensus een economische groei van maar liefst 5,5% versus 3,8% voor de Verenigde Staten. De komst van een noodfonds, dat de lidstaten extra financiële ondersteuning biedt, wordt door marktparticipanten omschreven als een *game changer* voor de Eurozone.
- Chinese PMI-cijfers noteren al enkele maanden terug boven de cruciale 50-grens. De export herstelt fors en groeit 7,2% op jaarbasis versus -6% in het diepst van de Covid-crisis. De Chinese geldgroei en krediet-impuls veren sterk op. In het verleden ging dit vaak gepaard met een sterk positieve beursomgeving.

MONETAIR EN FISCAAL

- De recente stijging in de tienjarige Amerikaanse rentevoeten baart de Fed wellicht wat zorgen. Ze gaf dan ook aan dat ze vanaf nu ongelimiteerd staatspapier kan opkopen. In eerdere communicaties maakte de Centrale Bank steeds gewag van een exact bedrag: 700 miljard USD. Welk signaal wil de Fed hiermee geven? *Whatever it takes!!*
- Democraten en Republikeinen raakten het niet eens over nieuwe herstelmaatregelen. De voorbije maanden hoopte de markt op een bedrag tussen de twee en drie triljoen USD. Het nieuw fiscaal plan komt er wellicht nog, maar misschien later dan verwacht. De onderhandelingen houden aan. President Trump liet het hier niet bij en gaf eenzijdig de opdracht om bepaalde fiscale injecties door te voeren. De belangrijkste hiervan zijn:
 - Belastinguitstel voor inkomens onder een bepaald niveau dat later misschien kan omgezet worden in een definitieve belastingverlaging;
 - Verlenging van de extra federale werkloosheidssteun (bovenop de lokale staatswerkloosheid) ten belope van 400 dollar per week tot eind dit jaar. Ongeveer de helft van de werklozen ontvangt hiermee nog steeds een hogere som dan bij tewerkstelling. Dit is een bizarre situatie die de consumptie weliswaar ondersteunt, maar het zoeken naar werk afremt;
 - Vrijstelling van intrest en uitstel van betaling op federale studentenleningen tot eind december.

¹ Indicatoren die het ondernemersvertrouwen meten.

FUNDAMENTEEL

- Op wereldvlak merken we nog steeds een daling op in de algemene winsttrend, maar de trend in de toekomstige winstverwachtingen veert voor het eerst sinds juni terug op, wat een positief signaal is.
- De huidige aandelenwaarderingen verdisconteren volgens ons een winstherstel van tenminste 30% voor volgend jaar, wat niet helemaal onmogelijk is na een grote recessie. Ter vergelijking: in 2009 herstelden winsten met 41% in een jaar tijd.
- Intussen rapporteerden 454 **Amerikaanse bedrijven** binnen de S&P 500 index hun kwartaalresultaten voor Q2. Ongeveer 80% van de bedrijven versloeg de verwachtingen versus een langetermijn gemiddelde van rond de 65%. De jaarlijkse winstgroei ligt in de buurt van -34%. **Positieve** winstverrassingen merken we op in de cyclische consumentensector, industriële sector en gezondheidssector. **Negatieve** verrassingen zijn nog steeds schering en inslag binnen de energie- en financiële sector. Voor de tweede jaarhelft liggen de verwachtingen het hoogst voor de sectoren energie en basismaterialen. De laagste verwachtingen vinden we terug bij financiële bedrijven, vastgoedbedrijven en defensieve consumentengoederen.
- Binnen de **Europese Stoxx 600** rapporteerden 240 bedrijven. Ongeveer 60% verslaat de resultaten versus 50% voor een typisch kwartaal. De jaarlijkse winstgroei bedraagt -52%. Positieve winstverrassingen vinden we hoofdzakelijk terug in de industriële sector, de sector basismaterialen en de financiële bedrijven. Negatieve verrassingen doen zich het meest voor in de telecom- en gezondheidssector.
- **Chinese bedrijven** publiceren degelijke resultaten. De algemene winstgroei ligt ongeveer 10% lager dan een jaar voordien. Voor 2020 en 2021 wordt respectievelijk -2% en +20% winstgroei verwacht. Er bestaat een reële kans dat deze verwachtingen worden geklopt. De recente stroom aan Chinese macrocijfers (die steeds vooruit lopen op de actuele winstcijfers) vertoont een sterk positief momentum.

ASSET ALLOCATIE

- We houden een **neutraal** gewicht aan in aandelen. We leunen aan bij een positieve houding tegenover aandelen op middellange termijn.
 - Marktindicatoren schetsen een relatief gunstig beeld met uitzondering van bepaalde positioneringssignalen die wijzen op een mogelijke oververhitting op korte termijn.
 - Leidende economische indicatoren evolueren gunstig. De ultra-lage renteomgeving gekoppeld aan monetaire- en fiscale steun leidt tot een TINA-omgeving (There Is No Alternative) op langere termijn. Wie rendement wil halen, moet het tussentijds volatiliteitsrisico opzoeken.
 - Winstcijfers zijn bedroevend t.o.v. vorig jaar maar verslaan de consensus en de verwachtingen keren positief.
 - Heel wat Westerse aandelen noteren duur in historisch perspectief en duur versus hun fundamentele drivers. De kans op lagere langetermijnreturns (5j – 10j) dan in het verleden stijgt hierdoor gevoelig. Dit wijst echter NIET op een imminente crash of correctie. Hiervoor dienen de marktindicatoren.
 - Aandelen noteren wel nog steeds fair tot goedkoop versus cash en obligaties. In een omgeving met nul-rentes zijn relatieve waarderingen vaak belangrijker dan absolute waarderingen.
 - Op **sectorvlak** verkiezen we bepaalde cyclische aandelen (industriële bedrijven, sector basismaterialen) en technologie-aandelen. Financiële- en energiebedrijven laten we voorlopig nog steeds links liggen.
 - We blijven neutraal tussen ontwikkelde landen en groeilanden. Enkele maanden terug lieten we onze negatieve visie op Emerging Markets varen. Overwegen lijkt ons nog steeds te vroeg, met uitzondering van China. Het volledige Emerging Market universum presteert nog steeds zwak. De enige uitzonderingen hierop zijn China en Taiwan.

- We blijven **onderwogen** in vastrentend papier.
 - Negatieve reële rentes en een aanhoudende financiële repressie leiden tot extreem lage verwachte returns op Europese staatsobligaties. Uitzonderingen hierop zijn bepaalde periferielanden die dankzij de steun van de ECB hun kredietpremies wellicht nog verder zien dalen.
 - We verkiezen bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Staatsobligaties vervullen wel een tactische rol tijdens beurscorrecties. We zijn positief op zowel investment grade als high yield obligaties. De spreads noteren boven het langetermijngemiddelde en vergoeden het risico. Falingen bleven tot nu toe beperkt omwille van de monetaire en fiscale steunmaatregelen.
 - Binnen Emerging Markets blijven we voorzichtig. Obligaties in lokale munt noteren - met uitzondering van bepaalde landen - tegen lage reële rentevoeten. Weinig compensatie dus voor het inflatierisico. We verkiezen obligaties in harde munt met een voorkeur voor Emerging bonds in EUR. De dollar zwakt af en na een periode van consolidatie sluiten we verdere dollardalingen zeker niet uit. Opletten dus dat de dollardaling de hogere coupon niet teniet doet.
- We adviseren een **overwogen** positie in alternatieve activa.
 - Goud corrigeerde fors over de voorbije paar dagen. Dit is niet verrassend na de exponentiële stijging van de afgelopen weken. Technische correcties doen ook de zilvermarkt daveren. We blijven positief op edele metalen op langere termijn. Ze verdienen een plaats in de portefeuille.
 - Alternatieve fondsen presteren, met een licht positief resultaat tot dusver, heel behoorlijk dit jaar. Hun rol als diversificatiebouwstenen wint aan belang wanneer cash en staatsobligaties negatieve rentes leveren. Jammer genoeg correleert het merendeel van de alternatieve fondsen nog steeds teveel met de aandelenmarkten. Hierdoor valt het diversificatievoordeel quasi volledig weg. Zorgvuldige selectie is dus aangewezen. De categorieën aan alternatieve beleggingsstijlen met de laagste correlatie zijn nog steeds: marktneutrale aandelenstrategieën, global macro, trendvolgers en FX. We zijn positief op al deze alternatieve strategieën.

Tot volgende maand.

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 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.