



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Merit Capital macro-economische Review & Outlook

Update 10 december 2020

INHOUD

1	STRATEGISCHE OBSERVATIES (3j-10j)	3
1.1	AANDELEN	3
1.2	VASTRENTEND EN VALUTA	4
1.3	GRONDSTOFFEN	6
2	TACTISCHE OBSERVATIES (3m – 12m)	6
2.1	NIEUWS & GEOPOLITIEK	6
2.2	MARKTINDICATOREN	7
2.3	MACRO-ECONOMISCH	8
2.4	MONETAIR & FISCAAL	10
2.5	FUNDAMENTALS	11
3	CONCLUSIE ASSET ALLOCATIE	12
3.1	DE GROTE ACTIVA (CORE)	12
3.2	STRATEGIE (CORE)	12
3.3	SECTOREN EN THEMA'S (SATELLITE)	13
3.4	REGIO'S EN LANDEN (SATELLITE)	13
3.5	VASTRENTEND EN VREEMDE VALUTA (CORE)	14
3.6	ALTERNATIEVEN (CORE)	14

De drivers van de financiële markten

	Strategische lange termijn koersdrivers (3j – 10j)	Tactische termijn koersdrivers (3m – 12m)
Aandelen	Fragiliteit regio, land of sector, dividendrendement, waardering (ratio's versus historiek, versus fundamentele drivers, versus risicovrije rentes, versus peers), structurele lange termijn (dividend) winstgroei	Nieuws, geopolitiek, koerstrend, koersmomentum, sentiment en positionering, volatiliteit, macro-economisch groeimomentum, analistenmomentum, winstgroei-momentum, verwachte groei, kwaliteit....
Obligaties	Fragiliteit land, effectief rendement, waardering (reëel rendement, kredietrisicopremies en valutawaardering)	Nieuws, geopolitiek, koerstrend, koersmomentum, sentiment en positionering, volatiliteit, monetair beleid, rentever verschillen, macro-economisch groeimomentum; schuldevolutie....
Valuta	Fragiliteit land, waardering (reële wisselkoersen, statistische waardering, waardering t.o.v. koopkrachtverschillen)	Nieuws, geopolitiek, koerstrend, koersmomentum, sentiment & positionering, volatiliteit, monetair beleid, rentever verschillen, macro-economisch groeimomentum, handelsbalans, schuldevolutie....
Grondstoffen	Waardering (reële grondstoffenprijs versus historisch gemiddelde) & structurele economische groei	Nieuws, geopolitiek, koerstrend, koersmomentum, sentiment & positionering, volatiliteit, vraag & aanbod, macro-economisch groeimomentum

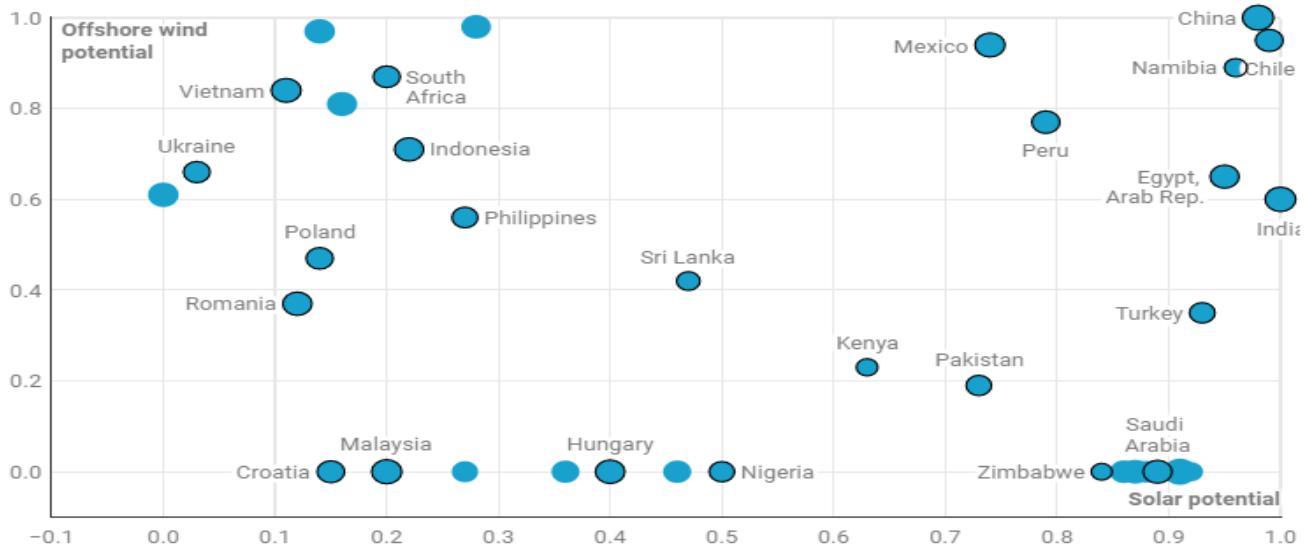
1 STRATEGISCHE OBSERVATIES (3j-10j)

In het strategisch luik maken we observaties betreffende een beperkt aantal variabelen (bijv. waarderingratio's), over diverse activaklassen heen, die vooral bepalend zijn voor het potentieel rendement op zeer lange termijn.

1.1 AANDELEN

- In **de ontwikkelde landen** (MSCI World) noteren de waarderingratio's van aandelen extreem hoog t.o.v. hun historisch gemiddelde, alsook t.o.v. hun fundamentele drivers. Aandelen zijn sterk vooruitgelopen op het verwacht economisch herstel. Het dividendrendement valt terug van 3% in maart 2020 tot 1,9% nu. Momenteel betaal je 25 keer de gemiddelde winst over de voorbije tien jaar en 17 keer de verwachte winst op twee jaar tijd. Dit is aan de zeer hoge kant van de historische range. Een uitzondering hierop is de nog steeds aantrekkelijke free cashflow yield van 6%. De toekomstige koerswinst op aandelen zal hoofdzakelijk moeten komen van de verwachte winstgroei in plaats van een verdere herwaardering. In een jarenlange zero-rente omgeving met voldoende winstgroei, kunnen de hoge waarderingen niettemin gestaag normaliseren. Bovendien geniet de MSCI World index versus kwaliteitsobligaties wél nog van een aantrekkelijke risicopremie.
 - De duurste aandelenmarkten vinden we terug in de VS, de Scandinavische landen, Zwitserland en de Eurozone.
 - De meer cyclisch georiënteerde Japanse en Engelse aandelen scoren minder duur.
- Ook de aandelen uit **de groei landen** (MSCI Emerging Markets) noteren vrij hoog in historisch perspectief. Een grote concentratie van een aantal Aziatische technologie- en consumenten-gerelateerde aandelen ligt hier aan de basis. Dit verbergt de aantrekkelijkheid van een aanzienlijk aantal andere aandelen binnen de regio. Heel wat landen binnen Emerging Markets zijn nog vrij goedkoop. De groei landen genieten bovendien vooral van een hogere discount versus de ontwikkelde markten. De korting varieert tussen de 20% en 30%, afhankelijk van de waarderingratio in kwestie. Deze discount is daarenboven vrij hoog in historisch perspectief. Goedkopere aandelen merken we vooral op in Latijns-Amerika (grondstoffen), Oost-Europa (hefboom op Europa), de Golf landen (olie gerelateerd), Pan-Afrika en Zuid-Afrika (grondstoffen), cyclische Chinese aandelen en de Asean-landen (Indonesië, Maleisië, Thailand, Filipijnen, Singapore,...). We zien hogere waarderingen in Chinese technologie- en consumenten aandelen en Indische aandelen.
 - Binnen de wereld van klimaattechnologie ontstaat een ware hype rond **groene waterstof** die dienst kan doen als alternatieve brandstof voor voertuigen en energievriendelijke input voor zware industriële processen. Groene waterstof ontstaat via een chemisch proces (elektrolyse) van water en groene elektriciteit. Nu hernieuwbare energie (zon, wind, biomassa, geothermisch, hydro) met de dag goedkoper wordt, kan deze opgewekte elektriciteit worden aangewend voor elektrolyse.
 - Heel wat groei landen, met een enorm potentieel aan goedkope productie van groene waterstof, staan daarom uitstekend gepositioneerd inzake hernieuwbare energie. Een aantal regio's (grafiek 1), waaronder: Latijns-Amerika (Mexico, Chili en Peru), Noord-Afrika (Egypte), de Arabische Golfstaten, India en China, staan wellicht op de lijst als onze belangrijkste leveranciers van het goedje. Deze groene waterstofrevolutie kan daarom met een hefboomeffect structureel inwerken op het groei- en winstpotentieel van bepaalde landen.

Grafiek 1 Emerging Markets: potentieel aan hernieuwbare energie voor groene waterstof



Bron: Tellimer

- In vergelijking met het voorbije decennium, verwachten we **voor de grote aandelenbenchmarks op langere termijn** een lager rendement omwille van de hoge absolute waarderingsniveaus waarin we ons momenteel begeven. Het rendement van een gediversifieerde aandelenportefeuille wordt - naast de wijziging in waardering - echter ook bepaald door de toekomstige winstgroei en het aandeelhoudersrendement (dividend en inkoop eigen aandelen). De Corona-crisis heeft er dit jaar toe geleid dat de winst per aandeel van de MSCI All Country index (ontwikkelde en ontwikkelingslanden samen) nu zelfs lager noteert dan tien jaar terug. De komende jaren verwachten de markten een sterk winstherstel. De pandemie-recessie van 1918 resulteerde uiteindelijk zelf in wat men noemt de 'Roaring Twenties'. Een gevoelig hogere winstgroei lijkt haalbaar dankzij de talloze investeringen in hernieuwbare energie en infrastructuur, de digitale bedrijfstransformatie en robotisering. Tel daarbij tenslotte ook nog eens een jaarlijks aandeelhoudersrendement van ongeveer 3% (2% dividendvoet + 1% inkoop eigen aandelen) en een gemiddeld jaarlijks rendement van minimum 5% op de MSCI All Country Index lijkt mogelijk, ondanks de tegenwerking van de fikse waarderingsniveaus. Hogere returns kunnen bovendien worden nagestreefd via stock picking en correcte sectorallocatie. We geloven dat aandelen op strategische termijn kwaliteitsobligaties nog steeds ruimschoots zullen verslaan. Dit verloopt tussentijds nooit zonder slag of stoot waardoor het belang van voldoende geduld, consistentie en discipline nooit mag worden onderschat. De volhouder wint!

1.2 VASTRENTEND EN VALUTA

- **Kwaliteitsobligaties in EUR van het type Investment Grade** die normaal rendement én bescherming bieden tijdens woelige periodes verliezen hun aantrekkelijkheid.
 - *Duitse staatsobligaties* - de risicovrije activaklasse bij uitstek - bieden -0,6% effectief rendement (yield). Europese staats- en bedrijfsobligaties bieden -0,2% yield. De volgende jaren worden de obligatiebeleggers - in afwezigheid van deflatie - "beloond" met een diep negatief rendement na aftrek van inflatie.
 - *Inflatie-gelinkte staatsobligaties* noteren iets attractiever in geval van hoge inflatie. Indien de inflatie de komende tien jaar hoger uitvalt dan 1% jaarlijks, vormen ze een beter alternatief voor wie absolute bescherming zoekt.
 - *Europese Investment Grade bedrijfsobligaties* bieden slechts 0,3% yield. Ook hier worden de reële rendementen fors negatief.

De spread op Europese bedrijfsobligaties van het type Investment Grade versus Duitse Bunds is teruggevallen tot 0,9%, onder het tienjarige gemiddelde van 1,2%. Beleggers worden steeds minder vergoed voor het kredietrisico. Als de staatsrentes niet stijgen en als de spreads - dankzij de aankopen van de centrale bank - zouden terugkeren naar de laagtepunten van pré-2008 (+/- 0,4%), blijft een return haalbaar van 2% voor volgend jaar. De jaren daarna worden nóg moeilijker en de foutenmarge wordt kleiner met de dag.

- **Investment Grade obligaties in harde valuta zoals USD, CAD, GBP,CHF,...** bieden weinig lange termijn opportuniteiten hoewel korte termijn positionering steeds een verschil kan maken.
 - *Amerikaanse staats- en bedrijfsobligaties* bieden respectievelijk een yield van 0,6% en 1,8%. De dollar lijkt fundamenteel zwak en volatiel. De coupon wordt hier snel opgegeten door eventuele dollarverliezen. Het indekken van het dollarrisico kost nu ongeveer 1% op jaarbasis. Na afdekking blijft er nauwelijks iets over.
 - *Investment Grade Emerging Market obligaties in USD* geven een yield van 3,6%, een historisch dieptepunt. Ook de spread versus Amerikaanse staatsobligaties van 3% daalt onder het langetermijngemiddelde van 3,5%. De activaklasse biedt steeds minder value, hoewel individuele opportuniteiten voorhandig blijven.
 - Het renteververschil ("carry") tussen de vroegere populaire *hoogrentende munten* (CAD, GBP, NOK, SEK, AUD, NZD) is verwaarloosbaar klein waardoor de performance in dit soort papier hoofdzakelijk bepaald wordt door de (volatiele) evolutie van de valutakoers. Het reëel rendement op lange termijn obligaties, na aftrek van lokale inflatie, is daarenboven ook negatief. Valutakoersen met vrij lage waarderingsratio's in historisch perspectief vinden we terug in GBP, NOK en SEK. CHF is op basis van verschillende waarderingsmodellen vrij duur in historisch perspectief.

- **High Yield obligaties in harde munt en Emerging Market obligaties in lokale munt bieden wel nog perspectieven.**
 - *Global Corporate High Yield (USD, EUR & GBP) bedrijfsobligaties* bieden 4,7% effectief rendement in USD. De spread van 4,2% valt ook hier gevoelig terug onder het lange termijngemiddelde van 5,3%. EUR High Yield bedrijfsobligaties bieden 3,2% met een spread van 3,45% t.o.v. Duitse staatsobligaties. De spread daalt opnieuw richting de historische laagtepunten. De activaklasse biedt gevoelig minder value dan enkele maanden terug. Kredietrisicopremies kunnen niettemin nog verdere compressie ondergaan en langer laag blijven dankzij de steun van de centrale banken.
 - *Emerging Market High Yield obligaties in USD* lijken wel nog het risico te vergoeden tegen een yield en spread van respectievelijk 6,4% en 5,8%. De kredietrisicopremie ligt in lijn met het historisch gemiddelde. Vooral Aziatische High Yield obligaties in USD ogen goedkoop. Deze categorie biedt een effectief rendement van 7,6%. De spread van 7,3% t.o.v. Amerikaanse staatsobligaties noteert nog steeds gevoelig boven het gemiddelde. Na indekking van het dollarrisico ontstaat een nettorendement van rond de 6,5%.
 - *Emerging Market Local Currency obligaties* bieden nog 3,3% yield, wat extreem laag lijkt in historisch perspectief. Een aantal regio's en landen biedt evenwel hoge reële rentevoeten versus lokale inflatie. Korte termijn papier lijkt aantrekkelijker dan lange termijn papier in Emerging Markets nu de rentecyclus van de centrale banken in de groeilanden zich wellicht opnieuw opwaarts richt. Een aanzienlijk aantal valutakoersen noteert volgens onze modellen ook vrij laag wat ruimte laat voor opwaartse herwaardering bij economisch herstel. Latijns-Amerika is de goedkoopste regio. Ook Chinese staatsobligaties in CNY noteren vrij aantrekkelijk door een relatief hoog renteververschil met Europese staatsobligaties, een positieve reële rentevoet en een faire valutawaardering.

1.3 GRONDSTOFFEN

- De reële goudkoers (gecorrigeerd voor inflatie) noteert in lijn met het tienjarige gemiddelde, een faire waardering. De goudkoers oogt daarentegen goedkoop versus de wereldwijde geldhoeveelheid in omloop, die verder stijgt.
- Grondstoffenprijzen zijn extreem goedkoop. De Bloomberg Commodity index noteert - na aanpassing voor inflatie - maar liefst twee standaarddeviaties, onder of 50%, lager dan zijn veertigjarig gemiddelde. Grondstoffen noteren ook laag versus financiële activa in een honderdjarig perspectief. De activaklasse heeft echter nood aan stevige economische groei om opnieuw in een lange termijn stierenmarkt terecht te komen en al zeker om beter te gaan presteren dan financiële activa.

2 TACTISCHE OBSERVATIES (3m – 12m)

In het tactisch luik bieden we een overzicht van de variabelen die bepalend zijn op kortere termijn voor de tactische allocatie tussen aandelen, cash, obligaties en alternatieven.

2.1 NIEUWS & GEOPOLITIEK

POSITIEVE EVOLUTIES

- Pfizer krijgt hopelijk vanaf 15 december de goedkeuring om zijn Covid-vaccin te distribueren. Moderna volgt wellicht een week later. Vaccins zullen gefaseerd worden toegediend waarbij risicoberoepen en de kwetsbare bevolking voorrang krijgen. Opvallend, in de groeiemarkten lijkt de bereidheid tot het nemen van het vaccin veel groter dan in de Angelsaksische landen. In Europa en de VS blijkt dat slechts de helft van de bevolking en niet meer dan 60% van de zorgsector positief staat ten opzichte van een vaccin. In diverse ontwikkelingslanden loopt die bereidheid op tot maar liefst 90%. Het bedrijf Regeneron Pharmaceuticals kreeg dan weer goedkeuring voor de distributie van een Covid-behandeling op basis van antilichamen. Atea, een partner van Roche, werkt in fase II aan een beloftevolle antivirale pil. Die zou viermaal efficiënter zijn dan het medicijn Remdesivir van Gilead. Antivirale medicijnen kunnen handig zijn voor hen die het vaccin (voorlopig) weigeren.
- In Europa ontstaat opnieuw politieke wil om de lockdowns iets te versoepelen nu de tweede golf verzwakt. Niettemin blijven de meeste horecazaken tot eind januari gesloten. Zweden bewijst de wereld onophoudelijk dat harde lockdowns zeer controversieel zijn in termen van efficiëntie. Het Zweeds sterftcijfer daalt opnieuw fors na de plotse stijging van de afgelopen maanden. Zelfs in de VS is er beterschap merkbaar. Enkele Republikeinse staten (Wyoming, Oklahoma, Florida, Dakota,...) die halsstarrig weigerden om strenge lockdowns door te voeren, zien stabilisatie in de tweede golf, zonder de gevreesde overspoeling van hun hospitalisatiesysteem. California daarentegen verstrengt voor de zoveelste keer zijn maatregelen.
- Mogelijkerwijs valt er volgende week eindelijk een Brexit-akkoord. Dit kan op korte termijn positief inwerken op het Britse pond en op Engelse aandelen. Het compleet uitblijven van een akkoord zou uiteraard negatieve repercussies hebben.

NEGATIEVE EVOLUTIES

- De VS houdt de druk aan op China. Een nieuw aantal Chinese bedrijven komt op de zwarte lijst terecht. De SEC, de Amerikaanse financiële toezichthouder, kan vanaf nu ook Chinese bedrijven schrappen van de New York Stock Exchange als er niet snel genoeg wordt voldaan aan compliance-regels. De Biden-administratie krijgt de moeilijke taak toegediend om enerzijds de handelsrelaties te versterken en anderzijds de economische dreiging van een wereldwijde Chinese hegemonie te beperken.

- Met Joe Biden komt ook Rusland terug in het vizier. Rusland wordt mogelijk volgend jaar opnieuw geconfronteerd met economische sancties, zoals een verbod voor Amerikaanse banken om Roebelobligaties uit te geven. Rusland geniet momenteel van zeer sterke economische fundamentals, maar dit geopolitiek hangijzer blijft een niet aflatende dreiging voor beleggers in het continent.
- De OPEC-landen stellen teleur in hun nieuwe productie-akkoorden. Er werd beslist de productie terug licht te verhogen, maar er wordt maandelijks opnieuw gerevalueerd. Er is teveel geruzie tussen de leden over welke quota precies moeten worden opgelegd. De olieprijs reageerde niettemin positief. Aan de vraagzijde wordt een sterke heropleving verwacht in 2021.

2.2 MARKTINDICATOREN

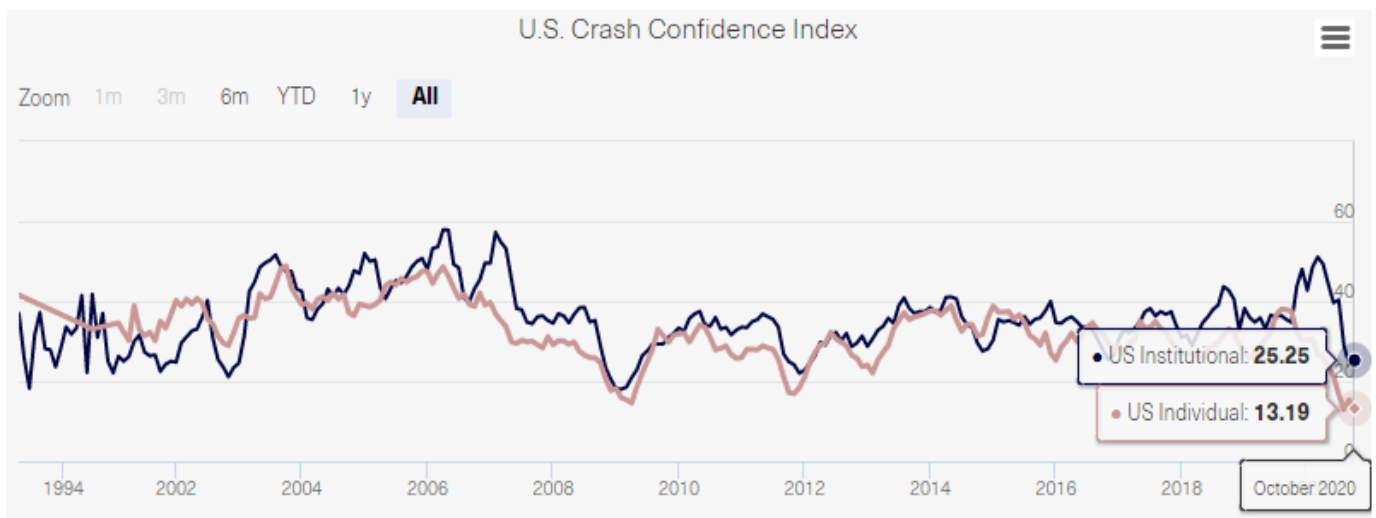
Korte termijn marktindicatoren evolueren gunstig met zoals vaak enkele uitzonderingen die het vermelden waard zijn.

- Korte termijn volatiliteitsindicatoren en financiële condities wijzen op een risk-on omgeving. Op technisch vlak is de korte trend positief voor de Westerse aandelenmarkten. In Europa is het technisch beeld sterk verbeterd. De MSCI All Country Index bereikt nieuwe recordhoogtes. Nieuwe all-time highs leiden vaak tot hoogtevrees, maar vormen historisch gezien eerder een indicatie van trendverderzetting dan plotse trendommekeer. De MSCI Emerging Markets kan binnenkort een 13-jarige weerstand doorbreken.
- De langverwachte cyclische rotatie zet zich door nu de markt rekent op een fors economisch herstel. Deze evolutie is duidelijk merkbaar in activaklassen die sterk gecorreleerd zijn met cyclische economische groei. De afgestrafte aandelen en small caps herleven, “stay-at-home” aandelen corrigeren, cyclische sectoren presteren sterk, de financiële sector vertoont beterschap, achtergebleven aandelenregio’s zoals Latijns-Amerika en de Asean-landen (Indonesië, Maleisië, Thailand, Filipijnen, Singapore,...) proberen te herstellen, goud valt terug en vastrentende beleggers jagen hogere rentes na in High Yield en Emerging Market obligaties. Een aanzienlijk aantal valutakoersen uit de Emerging Markets bevinden zich opnieuw in een positieve trend.
- Speculatieve positioneringsindicatoren op korte termijn wijzen oververhitte situaties in bepaalde deelmarkten. Optiemarkten, een aantal sentimentsindicatoren en hedge fund positionering signaleren extreem optimisme. We merken hierbij wel op dat deze indicatoren meer signaalkracht hebben in het signaleren van tussentijdse bodems dan van tussentijdse toppen. Extreem pessimisme valt vaker samen met een bodem dan extreem optimisme wijst op een nakende top. Niettemin, consolidatie in bepaalde markten zou ons niet verrassen.
- Als we advocaat van de duivel spelen, merken we op dat het overgrote deel van de marktspelers (waaronder wijzelf) nu overtuigd is van een bijzonder herstel in 2021. De grote asset managers, populaire research huizen en investeringsbanken verkondigen bijna allemaal dit verhaal. Kan er iets verkeerd lopen? Jazeker, maar het is inderdaad moeilijk een katalysator te identificeren die dit tegenspreekt. Het loont dan wellicht ook de moeite om voorlopig de consensus te volgen met in het achterhoofd een gezonde dosis achterdocht en alertheid tijdens het jaar 2021.

Lange termijn marktindicatoren vertonen een vrij hoopvol beeld

- De grote aandelenindices bevinden zich een in positieve lange termijn trend. De marktbreedte verbetert nu 60% van alle aandelenindices (43 indices) zich in een stierenmarkt bevinden t.o.v. 50% een maand eerder. Binnen de groeimarkten zit slechts 30% van de landen (China, Korea, Taiwan, India,...) in een stierenmarkt. Nog heel wat achterblijvers staan klaar om hun opgelopen schade in te halen in geval van aanhoudend economisch herstel.
- Lange termijn sentiments- en positioneringsindicatoren behouden hun hoopgevend contrarian beeld. Pensioenfondsen, vermogensbeheerders en fondsen houden nog steeds minder dan gemiddeld risico aan. De voorbije twee jaar vluchtten heel wat beleggers weg in defensieve activa zoals defensieve aandelen, kwaliteitsobligaties, goud en cash. De omvang hiervan overschrijdt de niveaus van 2008. De laatste weken merken we op dat bepaalde kapitaalstromen lijken te keren.
- Een interessant weetje: de Yale Shiller US Crash Confidence Index (Grafiek 2) leert ons dat een recordaantal Amerikaanse individuele beleggers de kans op een crash extreem hoog inschat. In de enquête wordt gepeild welk percentage van de ondervraagde beleggers denkt dat de kans op een crash de komende zes maanden kleiner is dan 10%. Slechts 13% van de ondervraagden denkt dat die kans kleiner is dan 10%. De volatiele geopolitiek in combinatie met de Covid19-crisis leidt tot een enorme angst onder een grote groep individuele beleggers. Opvallend, de indicator was in het verleden bijzonder nuttig als contrarian indicator. Een hoge mate van vrees trad meestal op na de daadwerkelijke feiten en signaleerde in de eerste plaats een koopopportunity (2009,2012,2016).

Grafiek 2 US Crash Confidence Index



Bron: <https://som.yale.edu/faculty-research-centers/centers-initiatives/international-center-for-finance/data/stock-market-confidence-indices/united-states-stock-market-confidence-indices> **NB:** Percentage van de ondervraagde populatie die denkt dat de kans op een crash de komende zes maanden zeer klein is (kleiner dan 10%). Hoe lager, hoe groter de vrees op een nakende aandelencrash.

2.3 MACRO-ECONOMISCH

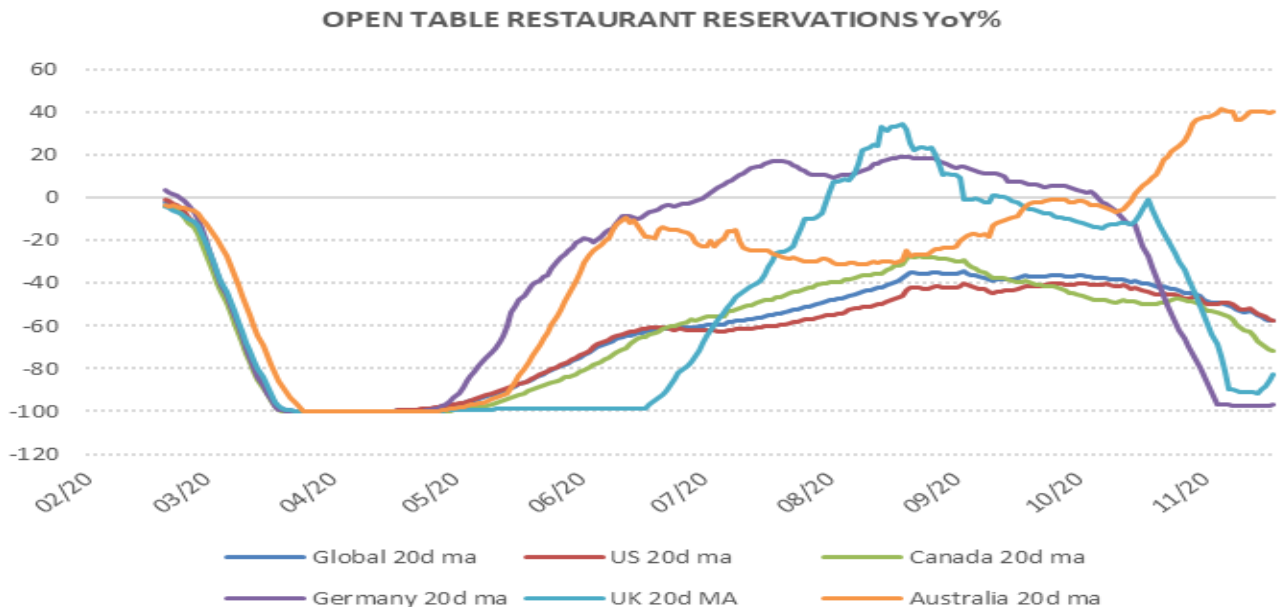
WERELDWIJD

- Wekelijkse alternatieve indicatoren vertonen een gemengd beeld. De dienstenindustrie lijdt nog steeds omwille van de wereldwijde lockdowns. Wereldwijde restaurantreserveringen bevinden zich in een sterk dalende trend (Grafiek 3). Duitsland ligt compleet plat, maar hier wordt verbetering verwacht vanaf januari 2021. In het Verenigd Koninkrijk merken we beterschap op dankzij versoepelde maatregelen. Australië is sterk. De industriële sector houdt wel stand. Wekelijkse staalproductie zit in de lift. De laatste weken merken we geen verzwakking op.

- De grote maandelijkse indicatoren blijven stabiel. Van de 38 landen die we volgen, vertoont nog steeds 90% een leidende economische OECD-indicator die twee maanden op rij stijgt, sterk boven de alarmgrens van 70%. Industriële metalen stijgen en stuwen de wereldwijde Manufacturing PMI-indicator hoger. Export herstelt gestaag verder en de laatste Koreaanse exportcijfers stegen tot 11% groei op jaarbasis. Ook Vietnam publiceerde sterke exportcijfers.

Japanse machine-orders gaan er opnieuw op vooruit. Ongeveer 40% van de 19 ontwikkelde landen die we volgen, zag zijn werkloosheid de afgelopen drie maanden dalen, een behoorlijke stap vooruit t.o.v. het bedroevende 15%-cijfer in juni.

Grafiek 3 Wereldwijde groei in restaurantreservaties versus jaar eerder



Bron: Merit Capital Macro; OpenTable Data

VERENIGDE STATEN

- In de Verenigde Staten evolueren de maandelijkse signalen gunstig. Op sectorvlak merken we onafgebroken sterkte op in zowel de diensten- als industriële vertrouwensindicatoren. De markt vreesde ook even voor een nieuwe stijging in de wekelijkse werkloosheidsaanvragen, maar de laatste week trad beterschap op. Andere arbeidsindicatoren zetten hun positief trend door.

EUROZONE & VERENIGD KONINKRIJK

De Eurozone bevindt zich economisch nog steeds in een dubbele dip. De Conference Board Eurozone Leading Indicator daalt verder. Verschillende economische sentimentsindicatoren vielen zoals verwacht opnieuw fel terug als gevolg van strengere lockdowns en dalende mobiliteit. De terugval zou echter tijdelijk van aard zijn als we vanaf januari opnieuw normaliseren. De markten kijken door deze dip. Dankzij de ongeziene steunmaatregelen van de overheden, spenderen de Europeanen aan een quasi ongezien tempo verder. De Eurozone kleinhandelsverkoop groeien à rato van 4,3% op jaarbasis, dicht tegen een vijftienjarig record. De wereldwijde online e-commerce platformen draaien overuren. Onze overheden hebben kost wat kost de gezondheid van de bevolking via lockdowns willen vrijwaren waardoor de meeste niet-essentiële fysieke winkels hun deuren tijdelijk hebben moeten sluiten. Marktgeiganten zoals Amazon en andere e-commerce bedrijven hebben hierdoor vrij spel gehad. Dit blijft een gevaarlijke trend voor de toekomstige werkgelegenheid. Hopelijk volstaan de genomen steunmaatregelen en fiscale stimuli, die zelfstandige ondernemers ontvangen, om deze klap te boven komen. Kleine- en middelgrote ondernemingen zijn tenslotte verantwoordelijk voor het merendeel van de werkgelegenheid.

CHINA & AZIË

- De Chinese indicatoren noteren nog steeds uitermate positief. De afgelopen weken merken we geen noemenswaardige wijzigingen op. De Chinese overheid en de centrale bank lieten wel al verstaan te willen terugkeren naar een normaal fiscaal en monetair beleid. Een aantal steunprogramma's wordt stelselmatig afgebouwd. Wellicht zien we als gevolg hiervan in 2021 wat vertraging in bepaalde Chinese macro-cijfers. De sterke Chinese export loopt wel gevaar marktaandeel te verliezen aan goedkope buurlanden die heropenen.

2.4 MONETAIR & FISCAAL

VERENIGDE STATEN

- Op 15 december geeft de FED opnieuw extra uitleg bij het rentebeleid en de steunaankopen op de obligatiemarkten (QE, kwantitatieve versoepeling). We verwachten weinig verrassingen. De Fed liet al verstaan dat fiscale stimuli op dit moment veel belangrijker zijn. De centrale bank heeft weinig intentie om QE te verhogen gezien het positief macro-economisch momentum. Wel zou ze kunnen beslissen het zwaartepunt van de steunaankopen wat te verplaatsen richting langetermijnpapier om de stijging van de langetermijnrentes beter te controleren. De tienjarige rente steeg intussen van 0,3% in maart tot bijna 1% vorige week. De rente ondervindt opwaartse druk door markspelers die staatspapier verkopen omwille van oplopende inflatieverwachtingen en de mogelijke stijging van reële rentevoeten als gevolg van betere economische groei. Het economisch systeem kan fors hogere rentevoeten op termijn zeer moeilijk verdragen gezien de recordhoogte van de schulden op publiek- en bedrijfsniveau. We achten het perfect mogelijk dat de markt de Fed vroeg of laat verplicht om over te gaan tot wat men noemt **"yield curve control"**. De Amerikaanse centrale bank zou in een dergelijk scenario via openmarktoperaties verhinderen dat de tien- of dertigjarige rente een bepaald niveau overstijgt. De expliciete aankondiging van yield curve control zou positief zijn voor de goudkoers en eerder negatief voor banken die hoofdzakelijk leven van intrestmarges.
- Op fiscaal vlak blijft de grote bazooka uit. Niettemin wordt er verder gewerkt aan een tussentijdse oplossing die hopelijk vóór het eind van het jaar wordt goedgekeurd. Per eind december vervallen immers belangrijke Covid-steunmaatregelen. Republikeinen en Democraten onderhandelen momenteel over een steunpakket ter waarde van 900 miljard dollar. Dit houdt ongeveer het midden tussen de initiële Democratische eis van 2,2 triljoen dollar en het Republikeins tegenvoorstel van 500 miljoen dollar. In het voorstel zitten zaken verwerkt zoals: extensie tot april 2021 van de wekelijkse federale werkloosheidssteun (300 dollar per week) bovenop de al bestaande staatssteun, verlenging van fiscaalvriendelijke leningen aan kleine ondernemingen, voortzetting van het verbod om huurders met betalingsproblemen op straat te zetten en gratis vaccinering. Volgend jaar volgt dan wellicht een nog groter steunpakket als de Biden-administratie zijn koers kan doorzetten.

EUROZONE

- De ECB vergadert eerder dan de Fed. Op 10 december weten we eindelijk hoeveel extra QE de ECB plant door te voeren. De markt rekent op 500 miljard Euro die zal worden toegevoegd aan het bestaand noodprogramma van 1,35 triljoen EUR. De ECB kan volgend jaar maar liefst 1,6 triljoen EUR spenderen (en heeft reeds 800 miljard EUR gependend sinds maart) aan de opkoop van staats- en bedrijfsobligaties. De Eurozone-landen plannen in 2021 ongeveer 1,2 triljoen EUR uitgifte aan staatspapier om hun diepe begrotingstekorten te financieren. Het netto-aanbod aan staatspapier wordt hierdoor negatief wanneer we rekening houden met ECB-programma's. Dit verklaart meteen ook waarom we denken dat Europese staatsrentes extreem laag en negatief zullen blijven. Bovendien zullen deze steunaankopen resulteren in nog lagere kredietrisicopremies (credit spreads) op Investment Grade & High Yield bedrijfspapier. Bedrijven en landen gaan gebukt onder de schulden en sinds Covid19 is die schuldenberg enkel maar gegroeid. In normale marktomstandigheden leidt dit tot hogere risicopremies en rentes. De markt straft af waar nodig.

In de huidige marktomstandigheden zien we - dankzij de steun van de ECB - een ware jacht op coupon waardoor de meest risicovolle obligaties blijven stijgen, ongeacht de evolutie in solvabiliteit. Intrigerende tijden...

- De goedkeuring van het Europees budget- en herstelplan van 1,8 triljoen EUR verloopt nagelbijtend nu Polen en Hongarije volharden in hun weerstand. We verwachten een oplossing aangezien beide landen in hun eigen vel snijden bij verdere stopzetting. Uit Poolse regeringsmiddens kwam dit weekend het gerucht dat ze bereid zouden zijn tot het sluiten van een compromis.

CHINA

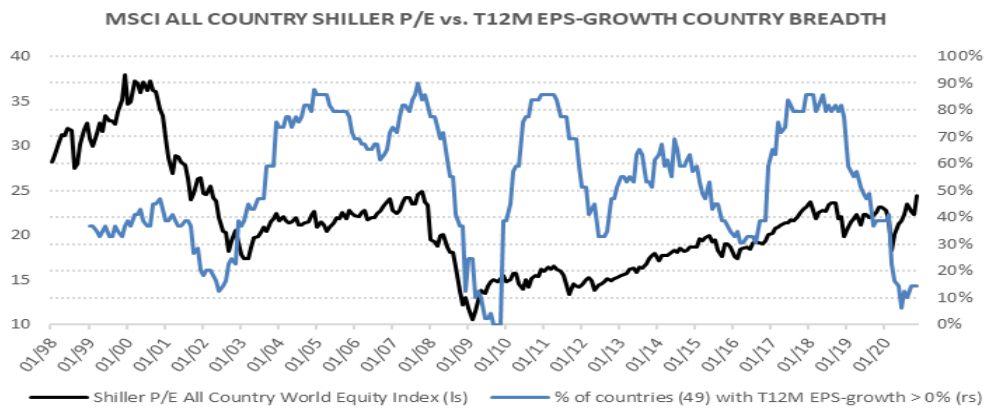
- De Chinese centrale bank plant een normalisering van haar fiscaal en monetair beleid. Diverse steunprogramma's worden in de loop van 2021 afgebouwd. China vormt hiermee de eerste grote centrale bank die eerder beweegt in de richting van monetaire verstrenging i.p.v. verdere versoepeling. De autoriteiten beloven vanzelfsprekend een gestage regulering die het financieel systeem niet teveel angst aanjaagt. We denken dat deze beleidswijziging later in 2021 een potentieel gevaar inhoudt voor een plotse mini-correctie op de Chinese aandelenmarkten. Het gaat vaak hard in Chinese aandelen en de markten worden gedomineerd door individuele beleggers die zeer gevoelig zijn voor een plotselinge verstrenging van de marge-vereisten die aangewend worden om aandelen te financieren met krediet.

2.5 FUNDAMENTALS

- Als de vaccins snel en effectief werken, staat de wereld misschien wel aan de vooravond van een fenomenale winstcyclus. Uit ons onderzoek (Grafiek 4) blijkt dat slechts 7 van de 49 landen die we volgen momenteel een positieve winstgroei vertoont t.o.v. een jaar eerder. Deze winstcyclus kan zich de volgende jaren fors herstellen. Analisten zijn inmiddels ook al een tijdje gestart met opwaartse revisies in hun winstvoorspellingen. De hogere aandelenwaarderingen vormen wel – in tegenstelling tot 2002 en 2009 – een tegenwind, maar een winstexplosie kan deze waarderingen snel doen normaliseren. Als we helemaal out-of-the-box denken, bestaat er zelfs een mogelijkheid dat de waarderingen gewoon verder ontploffen en dan vooral in cyclische achtergebleven regio's, landen en sectoren. Dit zou dan komen door zero-rentes, kwantitatieve versoepeling, fiscale stimuli en animal spirits die ontwaken na een zware pandemie. Dit zou ons werkelijk katapulteren naar een omgeving die sterke gelijkenissen vertoont met de bubbel-jaren 1997 tot 1999.
- Op vlak van korte termijn analistenrevisies zagen we de afgelopen drie maanden een verdere heropleving van het analistenmomentum. Vooral Frontier Markets (kleinere Emerging Markets) profiteerden sterk van opwaartse revisies.



Grafiek 4 Wereldwijde aandelenwaardering en de winstcyclus



Bron: Merit Capital Macro; Bloomberg Data **NB:** De zwarte lijn weerspiegelt - a.d.h.v. de Shiller P/E - de waardering van een korf wereldwijde aandelen. De Shiller P/E is de koerswinstverhouding o.b.v. de gemiddelde reële winst over de voorbij tien jaar. Deze koerswinstverhouding lijkt een betere waarderingsindicator dan de normale koerswinstverhouding die vaak vertekend wordt door uitzonderlijk slechte of goede winstjaren. De blauwe lijn geeft weer hoeveel procent van de 49 wereldwijde aandelenindices die we volgen een positieve winstgroei vertoont t.o.v. vorig jaar.

3 CONCLUSIE ASSET ALLOCATIE

3.1 DE GROTE ACTIVA (CORE)

- **Aandelen en alternatieve strategieën** worden overwogen.
- **Cash en obligaties** zijn onderwogen.

3.2 STRATEGIE (CORE)

It's a market of stocks, not a stock market.

- In een aantal van onze eigen strategieën hanteren we vooral een **Multi-factor benadering**. Hierbij scoren en filteren we aandelen die voldoen aan een combinatie van parameters¹: marktleiderschap, koersmomentum en -trend, fundamenteel momentum, verwachte groei, kwaliteit, volatiliteit en value. Meer technisch getinte indicatoren gebruiken we vervolgens voor zaken zoals timing en risk-management. Gegeven de marktrotatie hechten we de laatste tijd meer belang aan value-parameters. We nemen sneller afscheid van dure aandelen die ontgoochelen op vlak van winstcijfers of waar het winstmomentum vertraagt. Aandelen die sterk geprofitteerd hebben van de stay-at-home trend roteren we naar meer cyclische namen.
- Voor wie een beleggingsportefeuille bouwt met **diverse aparte strategieën**, adviseren we een diversificatie over diverse factoren (stijlen) heen. Stijldiversificatie blijft op lange termijn de beste oplossing voor beleggers die snel panikeran wanneer een bepaalde factor gedurende een aantal jaar minder presteert. Factoren zijn immers zeer cyclisch van aard. En hoewel meerdere stijlen op lange termijn de beurs misschien kunnen verslaan (mits het consistent volgen ervan), leert de geschiedenis ons dat geen enkele factor immuun blijft voor periodes van underperformance. Voor wie bepaalde accenten wil leggen:

¹**Koersmomentum:** koersevolutie over de voorbij 1 tot 12 maanden versus een benchmark of universum van aandelen. **Koerstrend:** koersevolutie over de voorbij 1 tot 12 maanden versus cash of versus de gemiddelde historische evolutie. **Fundamenteel momentum:** analistenmomentum (de wijziging in koersdoelen en adviezen over de voorbij 3 tot 6 maanden) en groeimomentum (de wijziging in fundamentals zoals (verwachte) winstgroei over de voorbij 6 tot 12 maanden) **Groei:** historische en verwachte consensusgroei in omzet, winst en cashflows. **Kwaliteit:** winstgevendheid, boekhoudkundige kwaliteitsscores en balansstructuur. **Value:** de afwijking van waarderingsratio's t.o.v. het historisch gemiddelde en de afwijking t.o.v. de theoretische drivers van de waardering: risico, winstgevendheid en winstgroei.

- Factoren die sterk presteren tijdens de eerste fase van een economische heropleving zoals **value en small caps** staan respectievelijk op neutraal en overwogen.
- Defensieve factoren zoals **low volatility en quality**, die sterk presteren tijdens berenmarkten of periodes van zwakke en negatieve macro-economische groei, staan op onderwogen.
- De **groefactor** staat op neutraal. **Momentum**, de sterkste factor van allemaal, blijft overwogen.

3.3 SECTOREN EN THEMA'S (SATELLITE)

- Op sectorvlak zijn er geen wijzigingen t.o.v. twee weken geleden. We verkiezen cyclische sectoren boven defensieve sectoren. Sectoren zoals duurzame consumentengoederen, industriële bedrijven en grondstoffen blijven overwogen. Neutrale sectoren zijn: technologie, nutsbedrijven, communicatie en gezondheidszorg. Onderwogen sectoren vinden we terug in vastgoed, niet-duurzame consumentengoederen, energie en de financiële sector.
- Kantoorvastgoed leeft op, maar wellicht blijft deze industrie geconfronteerd met structurele problemen. De work-at-home trend verdwijnt naar onze mening hoegenaamd niet. Logistiek vastgoed daarentegen floreert.
- Nutsbedrijven profiteren van de hype omtrent infrastructuur, groene waterstof en hernieuwbare energie.
- Binnen de financiële sector gaven we eerder al aan dat banken en verzekeringsmaatschappijen opnieuw een plaats verdienen in een beleggingsportefeuille. De sector is vrij goedkoop, markspelers zijn sterk ondergepositioneerd, dividenden kunnen volgend jaar opnieuw rijkelijk vloeien en we merken vooruitgang in het fundamenteel momentum. We blijven echter ook wat argwanend, de lange termijn groeivoorzichten blijven zwak en de sector kampt met kostelijke, digitale transformatieproblemen. Bijkomend loert het gevaar van yield curve control. Banken die te afhankelijk zijn van de intrestmarges worden in dat scenario opnieuw de dupe. Een positie in de banken staat gelijk aan een gok op de verdere stijging van de langetermijnrente. De ruimte lijkt hiervoor beperkt in Europa. In de VS ontstaat er wel een opening zolang de Fed niet expliciet de bancaire beleggers schrik aanjaagt met yield curve control.

3.4 REGIO'S EN LANDEN (SATELLITE)

- Ook hier zijn er weinig wijzigingen merkbaar. De groeimarkten blijven **overwogen** ten nadele van de ontwikkelde markten.
- **Binnen de ontwikkelde markten** overwegen we nog steeds Amerikaanse aandelen ten nadele van Europese aandelen. Binnen Europa kunnen Engelse aandelen misschien eindelijk wat beter beginnen presteren. De Engelse aandelenbeurs biedt een enorme wereldwijde cyclische blootstelling. Engelse aandelen noteren extreem laag versus de wereldindex en na een Brexit-deal ontstaat er wellicht ruimte voor een inhaalbeweging. We merken sinds kort ook verbetering op in de mobiliteitsindicatoren en restaurantreservaties dankzij versoepelingen. Japan staat overwogen.
- **Binnen de groeimarkten** gaat onze voorkeur uit naar de Aziatische markten met een focus op de grote Chinese, Koreaanse, Taiwanese en Indische aandelen. Ook de Asean-landen (Indonesië, Maleisië, Thailand, Filipijnen, Singapore,...) plaatsen we sinds kort op overwogen. Als de cyclische rotatie zich verderzet, kunnen we ook een remonte verwachten in de meest achtergebleven regio's zoals Latijns-Amerika en Oost-Europa.

3.5 VASTRENTEND EN VREEMDE VALUTA (CORE)

- **De categorie kwalitatieve obligaties** onderwogen we vanaf nu. Door de lage en soms fors negatieve rentes wordt het zeer moeilijk nog positief resultaat te behalen op lange termijn. We verkiezen een groter gewicht in bedrijfsobligaties die ondanks hun lage renteniveaus nog verder kunnen profiteren van de steunaankopen van de ECB en de Fed. Staatsobligaties bouwen we af en alloceren we richting meer risicovolle obligaties. Voor wie moet beleggen in staatsobligaties, vormen inflatie-gelinkte obligaties een alternatief.
- **Investment Grade obligaties in harde valuta met middelmatig risico** staan onderwogen. De dollar evolueert negatief. Korte oplevingen zijn mogelijk (misschien na de ECB-publicatie van 500 miljard EUR QE), maar de structurele trend staat onder druk. Het begrotings- en handelstekort wordt belachelijk groot met weinig beterschap in zicht.
Valutakoersen - zoals de SEK (het surplus op de handelsbalans verbetert hier snel) en de AUD - die de sterkste correlatie vertonen met de economische cyclus, kunnen tactische opportuniteiten bieden voor kortetermijnbeleggers. Het Britse pond maakt kans tot verder herstel na een Brexit-deal.
- **Obligaties van een hogere risicocategorie** verhogen we in onze allocatie. High Yield obligaties in harde munt (EUR of USD) dragen nog steeds onze voorkeur. Afdekken van het dollarrisico lijkt geen slechte optie op langere termijn. Vooral afgedekte Aziatische High Yield obligaties in USD vinden we sinds kort aantrekkelijk. De netto-yield van 6,5% na een dollarhedge lijkt het risico te vergoeden. Verdere compressie in de credit spreads lijkt meer dan mogelijk dankzij het positief macro-economisch momentum in Azië.

3.6 ALTERNATIEVEN (CORE)

- Binnen het alternatieve luik adviseren we een neutrale positie in goud. We wachten nog steeds op positieve trendsignalen om het edel metaal opnieuw te overwegen. Ook de expliciete invoering van "yield curve control" kan een positieve trigger vormen. Goud is nog steeds overgekocht en de korte trend is duidelijk negatief. Een structurele heropening van de wereldeconomie kan leiden tot iets hogere reële (maar negatieve) rentes wat uiteindelijk negatief zou kunnen inwerken op de goudkoers. Structureel blijven een aantal fundamentele drivers positief: een exploderende geldhoeveelheid en financiële repressie.
- **Alternatieve beleggingsstijlen** staan op overwegen. Deze strategieën streven naar totale volatiliteitscontrole op portefeuilleniveau. Belangrijk te onthouden is dat we deze vehikels zelden mogen gebruiken om hogere returns na te streven dan de aandelenmarkten. Integendeel, een langetermijnrendement dat het midden houdt tussen obligaties en aandelen met een middelmatig risico, is een verstandigere doelstelling. Bovendien bieden alternatieven pas werkelijk meerwaarde op portefeuilleniveau wanneer ze quasi compleet de-correleren met de andere activaklassen. Het liefst willen we dat deze stijlen consolideren of omgekeerd bewegen als de aandelenmarkten sterk stijgen of dalen.

- In dat opzicht stellen we verontrustend vast dat de correlatie van heel wat alternatieve beleggingsfondsen sterk gestegen is met de aandelenmarkten. Dit wijst erop dat de meerderheid van deze beheerders momenteel gewoon meesurfen met de markten in plaats van werkelijk unieke alpha-strategieën te implementeren. Bovendien blijkt er sinds kort een enorme correlatie te ontstaan met technologieaandelen en factorstrategieën zoals groei en momentum. Iedereen zit dus op dezelfde trein. We vragen ons luidop af hoeveel van deze beheerders bescherming en/of decorrelatie zullen bieden wanneer het werkelijk heet wordt onder de voeten.
- Net daarom achten we het belangrijk om enkel die strategieën te zoeken en te overwegen waar de correlaties beperkt blijven: marktneutrale aandelenstrategieën, trendvolgers, forex en global macro beheerders met een strikt en bewezen risico-proces.

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.