



**MERIT CAPITAL**

WEALTH MANAGEMENT



# **Merit Capital macro-economische Review & Outlook**

Update 18 november 2020

## SAMENVATTING AFGELOPEN 2 WEKEN

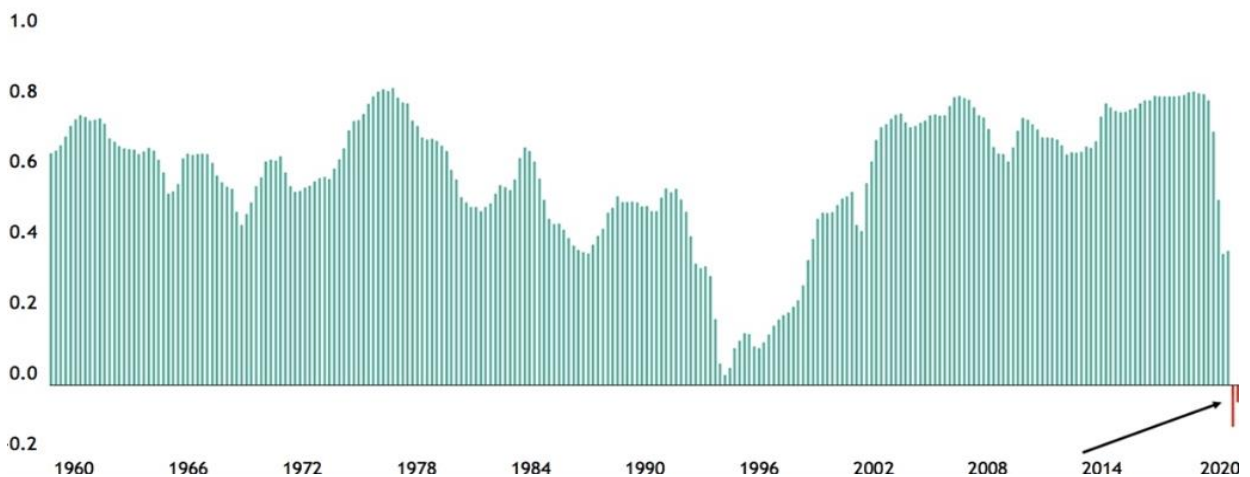
Twee belangrijke events bepaalden de afgelopen dagen zoals verwacht de algemene marktevolutie. De media riepen Joe Biden uit tot president-elect van de Verenigde Staten en de geplande vaccins blijken volgens de laatste testresultaten zeer effectief te werken. Beide gebeurtenissen werden door beleggers gunstig onthaald.

- **In de Verenigde Staten is er geen sprake van een linkse, democratische golf.** Joe Biden wint weliswaar het presidentschap, maar de Kamer verliest zetels aan de Republikeinen en de Senaat behoudt naar verwachting een Republikeinse meerderheid (in januari volgen hieromtrent nog twee belangrijke verkiezingen), niettemin de markten reageerden tevreden. Joe Biden zal wellicht iets marktvriendelijker optreden inzake internationale handelsrelaties en de diplomatieke betrekkingen opnieuw herstellen. In dat opzicht beschouwen we een Biden-win als iets positiever voor Emerging Markets en Europese exportsectoren die onderhevig waren aan tarifieringen (grondstoffen, auto's, drank,...). Een Republikeinse Senaatsmeerderheid wordt positief onthaald door de markt omwille van de hogere fiscale discipline en kleinere kans op brede belastingverhogingen. De meerderheid van het Amerikaans Hooggerechtshof lijkt niet meteen anti-Trump en het wordt dus nog spannend afwachten of de advocaten van de Trump-administratie nog iets uit hun mouw kunnen toveren. De kans lijkt klein, maar is niet nihil.
- **Het nieuws dat het Pfizer-vaccin 90 procent doeltreffend is, werd door de markten extreem positief onthaald.** De beurzen schoten meer dan 5 procent hoger. Het waren vooral de afgestrafte sectoren (financials, energy, travel & leisure) die zeer sterk opveerden terwijl de winnaars van het voorbije jaar (technology en stay-at-home-aandelen) underperformance vertoonden. Maandag 15 november jl. kregen we bovendien te horen dat een tweede vaccin (Moderna) ongeveer 94 procent effectief zou zijn. De beurzen reageerden dit keer meer bescheiden, wat erop wijst dat het initieel optimisme al voor een deel verdisconteerd wordt door de markt. De komende weken en maanden worden we wellicht verder overstelpt met positief nieuws omtrent vaccins en potentiële behandelingen. Een therapie met uitstekende testresultaten van Eli Lilly werd onlangs door de Amerikaanse toezichthouder goedgekeurd voor gebruik. Tientallen andere therapieën staan in de wachtrij. Er worden nu reeds zes vaccins (5 in China en 1 in Rusland) effectief en gelimiteerd gebruikt voor bepaalde hoge risicogroepen. Maar liefst 12 vaccins bevinden zich in de derde en ook laatste testfase (Pfizer en Moderna zijn bijna goedgekeurd). Hierna staan nog eens 17 vaccins in de wachtrij voor testfase 2 en 38 vaccins voor testfase 1. Positief lijkt ook dat het Moderna-vaccin tot minder logistieke problemen zou leiden, aangezien het kan worden bewaard in minder lagere temperaturen (-20° i.p.v. -80°).
- **De komst van efficiënte vaccins biedt de markten hoop en op middellange termijn lijkt ons dit een enorm positieve evolutie.** Afgelopen week zagen we - voor het eerst sinds twee volatiele maanden - onze korte termijn marktindicatoren één voor één allemaal positief keren. Volatiliteit zwakt af, financiële condities evolueren zeer gunstig, de marktbreedte neemt toe, goud zwakt af en Emerging Market-wisselkoersen herstellen. De cyclische sectorrotatie lijkt gezond en broodnodig voor een verderzetting van de stierenmarkt.
- **De markten kijken vooruit en negeren (voorlopig) het hier en nu.** Want in het hier en nu loopt het wel degelijk de verkeerde kant op. Hoge frequentie-indicatoren wijzen nog steeds op een gevoelige Europese groeivertraging in het vierde kwartaal. Ook in de VS wijzen bepaalde dagelijkse indicatoren nu op de dreiging van een nieuwe groeivertraging. De JP Morgan Credit Card Consumer Spending Tracker evolueert al enkele weken zwak. De Corona-evolutie loopt uit de hand en de Amerikaanse cijfers worden bijna even erg als de Europese cijfers. Amerikaanse staten voeren steeds meer strengere regels in. Het Biden-team beloofde geen nationale maar lokaal gerichte lockdowns. Dit kalmeerde de markten. In Azië lijkt het virus onder controle, met uitzondering van Japan dat momenteel ook een tweede golf te verduren krijgt. In Latijns-Amerika verloopt de curve al enkele weken positief.
- **De evolutie van de financiële markten staat al een geruime tijd los van de reële economische situatie.** De link tussen economische groei en beurswaarderingen lijkt volledig gebroken. De lange termijn correlatie tussen de Amerikaanse S&P 500 aandelenindex en de economische groei is nu voor het eerst in zeventig jaar negatief (Grafiek 1). Liquiditeit is wat momenteel werkelijk telt voor de markten.

Met de massale steun van de centrale banken en met de fiscale stimuli overleven aandelen voor het eerst sinds lang een diepgaande recessie zonder al teveel kleerscheuren. De ECB plant in december nieuwe steunaankopen. De Fed, de ECB, de BOE en de BOJ houden de rente laag voor de komende jaren tot inflatie gevoelig de kop opsteekt. Nieuwe fiscale maatregelen staan gepland. Over de Amerikaanse maatregelen bestaat er weinig twijfel of die zullen komen. Wel is er twijfel over de omvang en de modaliteiten. In Europa is er wel meer onzekerheid nu Polen en Hongarije tegenwerken.

- **In Azië gonst het van de positieve nieuwsberichten.** Het nieuw Chinees economisch vijfjaren plan wordt gunstig onthaald. Wel ontbreekt het wat aan nieuwe initiatieven en de oude thema's herhalen zich: focus op digitalisatie, beveiliging, binnenlandse consumptie, infrastructuur, hernieuwbare energie en open handel. China heeft als doel om tegen 2035 zijn economie te verdubbelen, wat zou neerkomen op een gemiddelde jaarlijkse groeivoet van 5%. Het land wil zich transformeren naar een ontwikkelde economie met een gemiddelde levensstandaard zoals bijvoorbeeld Polen. Dit lijkt zeker haalbaar. In Vietnam werd een belangrijk Aziatisch vrijhandelsakkoord (RCEP) ondertekend waar acht jaar onderhandeling aan vooraf ging: tien kleine Aziatische landen vormen nu samen met de vijf grote blokken (China, Zuid-Korea, Japan, Australië en Nieuw-Zeeland) een handelszone, waar de komende jaren gewerkt zal worden aan het wegwerken van tarieven op meer dan 90% van de goederen en diensten. De VS verliezen duidelijk hun economische macht in de regio, nu China mee participeert in deze Aziatische handelszone. India doet van zijn kant niet mee uit angst voor een overspoeling van Chinese goederen op zijn binnenlandse markt en zoekt in de VS een toekomstige bondgenoot op handelsvlak. Tenslotte merken we een positieve evolutie op in Indonesië (267 miljoen inwoners), waar de zogenaamde omstreden omnibus-wet werd goedgekeurd. De wet maakt Indonesië aantrekkelijker voor buitenlandse investeerders nu veel bedrijven op zoek zijn naar nieuwe productielocaties, gegeven de Chinese spanningen. Het besluit versoepelt de strikte arbeidswetgeving en vermindert regulering, maar leidt momenteel wel tot sociale onrust door protestacties van de machtige Indonesische vakbonden. De omnibus-wet kan Indonesië op termijn minder afhankelijk maken van de grondstoffencyclus en het handelstekort wordt minder afhankelijk van speculatieve geldstromen, wat ondersteunend is voor de lokale munt.

**Grafiek 1 De lange termijn correlatie tussen S&P 500 en de reële economische groei wordt negatief**



Bron: Cornerstone Macro. Tienjarige correlatie tussen S&P 500 en reële economische groei

## UPDATE ASSET ALLOCATIE

### DE GROTE ACTIVA KLASSEN

- **Aandelen** worden terug licht overwogen. We overwegen **alternatieve strategieën** en onderwegen **obligaties**. **Cash** is matig onderwogen.
- We adviseren al een maand of twee een iets voorzichtigere houding op korte termijn omwille van de verkiezingen, Corona en lockdowns. Na een aantal extreem volatiele weken waarin de wereldindex fluctueerde tussen de +10% en -10%, zijn de aandelenmarkten vorige week uiteindelijk toch sterk positief uitgebroken na het vaccin-nieuws, met op de achtergrond een Amerikaanse politieke situatie die door de markten als positief wordt ervaren. Vorige week zetten we zelf wat cash aan het werk waardoor onze flexibele strategie momenteel licht overwogen zit in aandelen. We houden nog een stuk cash aan waarvan we denken die geleidelijk of op koerszwakte aan het werk te zetten naargelang we opportuniteiten zien. De huidige groeivertraging kan nog leiden tot de nodige volatiliteit die wellicht opnieuw wordt getemperd met de komst van nieuwe stimuli.
- Op **middellange termijn** is de komst van efficiënte vaccins vanzelfsprekend een extreem positieve evolutie. De geplande fiscale stimuli zijn broodnodig maar lopen wat vertraging op. Ze komen er niettemin aan. Twee condities lijken zo vervuld voor een sterk economisch herstel in 2021. Dit moet de verwachte en ingebakken hoge winstgroei realiseren. Als de vaccins zeer snel kunnen worden verdeeld, kan de huidige groeivertraging in het hier en nu beperkt blijven.

### AANDELENSTRATEGIE (CORE)

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

- Zelf hanteren en adviseren we vooral het gebruik van **Multi-factor strategieën** waarbij we aandelen scoren en uiteindelijk selecteren aan de hand van een combinatie van parameters<sup>1</sup>: marktleiderschap, koersmomentum en -trend, volatiliteit, fundamenteel momentum, verwachte groei, kwaliteit en value, in die volgorde van belang. Technische indicatoren gebruiken we vervolgens voor concrete timing en risk-management doeleinden.
- Op **strategievlak (factors)** plaatsen we small caps op overwogen. Ook waarde-strategieën worden opgevaardeerd van sterk onderwogen naar neutraal. De afgelopen twee jaar poogden cyclische strategieën (small caps & waarde) beter te presteren dan de beursgemiddelden. Dit was telkens van korte duur met terugkerende, teleurstellende performance na een aantal hoopvolle weken. Dit keer denken we dat deze strategieën misschien wel wat langer (drie tot twaalf maanden) in lijn met of misschien zelf beter kunnen presteren dan de markt, om verscheidene redenen: ten eerste lijkt een volledige terugkeer naar de oude norm in het dagelijks leven positief voor cyclische aandelenstrategieën in 2021; ten tweede zijn de waarderingsverschillen extreem sterk opgelopen. Ten derde zien we verbetering in onze kwantitatieve scoringsmodellen. Tenslotte merken we op dat de research teams van de internationale grote investeringsbanken voor het eerst sinds lang quasi unaniem deze rotatie het voordeel van de twijfel geven en adviseren. Zij kunnen heel wat kapitaal doen bewegen. Groei, kwaliteit en momentum worden op neutraal geplaatst. Defensieve aandelenstrategieën blijven onderwogen.

---

<sup>1</sup> **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:** de korte termijn evolutie (3 tot 24 maanden) in fundamentele ratio's zoals winstgroei, winstgevendheid,... **Groei:** historische en verwachte consensusgroei in omzet, winst en cashflows. **Kwaliteit:** winstgevendheid, boekhoudkundige kwaliteitsscores en balansstructuur.

## SECTOREN EN THEMA'S

- Op **sectorvlak** schroeven we de blootstelling in cyclische sectoren op. **Grondstoffensector** en **industriële sector** worden overwogen. Voor het eerst sinds lang kopen we zelf opnieuw wat **banken**. De financiële sector verschuift van extreem onderwogen naar matig onderwogen. **Niet duurzame consumptiegoederen** en **communicatie** verlagen we respectievelijk naar sterk onderwogen en neutraal. **Technologie** verlagen we een trap van sterk overwogen naar matig overwogen.

## REGIO'S EN LANDEN

- De groeimarkten worden **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 zeer goedkoop versus de wereldindex en na een Brexit-deal ontstaat er wellicht ruimte voor een inhaalbeweging. Japan verhogen we een trap van neutraal naar 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 kleinere Asean-landen (Indonesië, Maleisië, Thailand, Filipijnen, Singapore) zijn interessant. Vietnam is bezig aan een fenomenale opmars. Heel wat Westerse bedrijven openen er nieuwe fabrieken nu China minder aandacht krijgt. Vietnam biedt de wereld een jonge bevolking, goedkope arbeidskrachten en een marktvriendelijk politiek regime en is daardoor beloftevol op middellange termijn.

## VASTRENTEND EN DEVIEZEN

- Op **vastrentend** vlak adviseren we nog steeds het grootste luik in kwalitatieve obligaties van het type investment grade. We verkiezen een groter gewicht in bedrijfsobligaties gegeven de sterk negatieve reële rentevoeten op staatsobligaties. Staatsobligaties uit de periferielanden blijven aantrekkelijk gegeven de steun van de ECB. Lange termijn Amerikaans staatspapier biedt een afdekking in woelige tijden. De rente kan op lange termijn nog veel lager in de VS.
- Voor wie moet beleggen in staatsobligaties, vormen inflatie-gelinkte obligaties een alternatief. De inflatieverwachtingen blijven laag wat deze activaklasse aantrekkelijker maakt. In Duitsland bijvoorbeeld, noteert de inflatieverwachting voor de volgende tien jaar rond 0,7%. Als de werkelijke inflatie hoger uitvalt, zijn beleggers beter af met inflatie-gelinkte obligaties.
- Binnen het risico-luik verkiezen we wereldwijde High Yield obligaties boven Emerging Market obligaties. De rentevergoeding compenseert meer de risico's en de centrale banken zijn actief in deze activaklasse.
- Binnen Emerging Markets verkiezen we obligaties in harde munt (USD of EUR met een voorkeur voor EUR) boven lokale munt. Korte termijn obligaties in lokale munt van Mexico, Rusland, Indonesië bieden opportuniteiten.

## ALTERNATIEF

- 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. Goud lijkt wel nog steeds overgekocht en de korte trend is duidelijk negatief. Een structurele heropening van de wereldeconomie zou kunnen 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** overwegen we in het alternatieve luik. Deze strategieën streven naar totale volatiliteitscontrole op portefeuilleniveau. We zijn positief over marktneutrale aandelenstrategieën, trendvolgers en bepaalde global macro beleggingsstijlen.

Sub-Investeringscomité 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 verveelvoudigd 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.*