



MERIT CAPITAL

WEALTH MANAGEMENT



Macro-economische Review & Outlook

Update 13 april 2021



Inhoud

| | |
|---|-----------|
| 1. TACTISCHE OBSERVATIES (3m - 12m) | Pagina 3 |
| 1.1 Geopolitiek & algemeen nieuws | Pagina 3 |
| 1.2 Marktindicatoren | Pagina 6 |
| 1.3 Monetair & fiscaal | Pagina 9 |
| 1.4 Macro-economisch | Pagina 12 |
| 1.5 Fundamenteel | Pagina 14 |
| 2. TACTISCHE ASSET ALLOCATIE VIEWS | Pagina 15 |
| 2.1 De grote activa (core) | Pagina 15 |
| 2.2 Aandelen: strategie (core) | Pagina 15 |
| 2.3 Aandelen: sectoren en thema's (satellite) | Pagina 16 |
| 2.4 Aandelen: regio's en landen (satellite) | Pagina 17 |
| 2.5 Vastrentend en vreemde valuta (core) | Pagina 18 |
| 2.6 Alternatieven (core) | Pagina 19 |
| ALGEMENE INFORMATIE & KANTOREN | Pagina 20 |





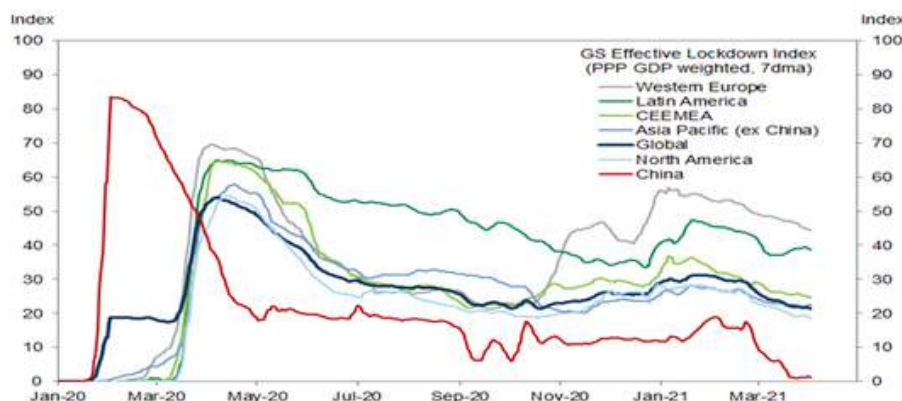
1. Tactische observaties (3m-12m)

1.1 Geopolitiek & algemeen nieuws

Positieve evoluties

- Ongeveer 700 miljoen burgers of 4,6% van de wereldwijde bevolking is momenteel gevaccineerd. Aan het huidige tempo kan het nog drie tot vijf jaar duren vooraleer wereldimmunisatie is bereikt. Dit is onder meer te wijten aan de trage vooruitgang van de vaccinaties in heel wat ontwikkelingslanden. Met de ontwikkeling van nieuwe vaccins en medicijnen lijkt wereldwijde immunisatie mogelijk binnen de 2 jaar. Pfizer start met de experimentele fase van een antivirale pil die net als antibiotica oraal zou kunnen worden ingenomen bij de eerste signalen van besmetting. Het Hoofd Onderzoek van Pfizer spreekt van een gamechanger die soelaas kan brengen voor zij die het vaccin niet willen nemen en voor dat deel van de wereldpopulatie dat de eerste jaren nog geen toegang heeft tot vaccins.
- Nieuwe virusvarianten duiken overal op. De meningen van virologen epidemiologen, omtrent de mogelijke gevolgen, verschillen zo drastisch dat we de vergelijking kunnen maken met de mening van de grootste beursgoeroes. Zelfs de grootste experts weten het niet. In het beste geval muteert het virus op constante basis net zoals het griepvirus, maar mits frequente vaccinatie onder de meest kwetsbare delen van de bevolking zou het virus na een aantal jaar uiteindelijk niet meer schade aanrichten dan een normale verkoudheid.
- Ondanks de dreiging van nieuwe Corona-besmettingsgolven in bepaalde regio's en landen, opent de wereld zich geleidelijk verder. De Goldman Sachs Lockdown indices - die mobiliteitsdata combineren met effectieve restricties - evolueren voor alle regio's positief (Grafiek 1). China, Israël, de VS en het VK leiden de race in de heropening van hun economieën. Azië verloopt gunstig met uitzondering van Japan, India en de Filipijnen. In deze regio's zijn sinds kort strengere maatregelen van toepassing. Brazilië lijkt eindelijk ook werk te maken van snellere vaccinatie na druk van het parlement op de federale regering. In Europa kondigden Italië, Frankrijk en Duitsland onlangs ook nieuwe lockdowns aan.

Grafiek 1: Goldman Sachs Lockdown Index: combinatie van mobiliteit en restricties



Bron: GS Research



1.1 Geopolitiek & algemeen nieuws

- In de VS heeft ongeveer 45% van de bevolking een eerste dosis gehad. Aan het huidige vaccinatietempo zal het nog drie maanden duren vooraleer de VS de kritische 75% grens bereiken. Het VK leidt de race met 52%. België ontgoochelt met 13%. De Europese commissie blijft niettemin optimistisch en stelt dat er dit kwartaal in Europa 300 miljoen dosissen vaccinaties zullen worden gedistribueerd versus slechts 100 miljoen in het eerste kwartaal. Hierdoor zou tegen eind juni ongeveer 55% van de bevolking kunnen gevaccineerd worden (hopelijk ook geïmmuniseerd) of 70% van de volwassenen. We blijven sceptisch, maar hoopvol dat de EU uiteindelijk zal slagen in dit opzet.
- De VS starten opnieuw moeilijke onderhandelingen met Iran over een mogelijke terugkeer naar een nucleair akkoord van 2015 dat werd geannuleerd door de Trump-administratie. Iran eist de complete opheffing van alle restricties alvorens het toegevingen wil doen inzake het terugdringen van uraniumverrijking voor publieke doeleinden. In 2017 produceerde Iran bijna 4 miljoen vaten olie per dag (bpd), waarvan meer dan de helft werd geëxporteerd. Sinds de nieuwe sancties op Iran is de productie teruggevallen tot 2,3 miljoen bpd met een export van slechts 193.000 bpd per dag. Niettemin is de onderhandelingspositie van Iran sterk verbeterd nadat China in maart van dit jaar een reusachtige deal sloot met het land. China investeert de volgende 25 jaar quasi 400 biljoen USD in Iranese infrastructuur en de petrochemie in ruil voor de rechten op alle olie-export (indien nodig) met een korting op de wereldmarktprijzen. Hiermee biedt China aan Iran een snelle ontsnappingsroute uit het economisch isolement en vergoot hiermee opnieuw zijn invloed in het Midden-Oosten. Iran bezit maar liefst 10% van de oliewereldreserves. Als Washington dit jaar de olie-sancties opheft richting Westerse landen, kan het olieaanbod plotseling gevoelig stijgen. Indien de OPEC hun productiequota dan niet snel aanpast, komt de olieprijs onder druk te staan. Lagere energiekosten zouden meer dan welkom zijn voor het bedrijfsleven. De oliemarkten reageren aarzelend. De consensus verwacht momenteel geen snelle oplossing in de eerstvolgende maanden, maar het heropenen van de communicatielijnen is niettemin een fors signaal dat er vroeg of laat toch een nieuw akkoord uit de bus komt.

Negatieve evoluties

- China spreidt niet enkel zijn veren in het Midden-Oosten. Afgelopen maand wijzigde de Chinese Communistische Partij op eigen houtje het kiessysteem van Hong Kong. Hiermee dient ze de voormalige Engelse kolonie - die werd overgedragen aan China in 1997 onder voorbehoud van het "one country, two systems" schema - de genadeslag toe en palmt ze de financiële hub volledig in. Vanaf nu wordt de meerderheid van de wetsvertegenwoordigers rechtstreeks aangeduid door Beijing: einde democratie. Onze eigen overheden stonden erbij en keken ernaar. Verder dan wat mondelinge bedreigingen en beschuldigingen is het nooit gekomen. Een meer dan teleurstellende houding die volledig te wijten is aan de huidige progressieve en Eurocommunistische onderstroom in Europa. Hong Kong blijft een dominante financiële hub in Azië, maar Singapore nadert snel en kan wellicht marktaandeel afsnoepen in de toekomst. Heel wat Westerse bedrijven en financiële instellingen kunnen transacties en bankrekeningen omleiden richting dit Aziatisch knooppunt. Ook Maleisië als buurland zou op termijn kunnen profiteren.



1.1 Geopolitiek & algemeen nieuws

- De Chinese economische en militaire dreiging stopt niet bij het Hong Kong verhaal. Taiwan is wellicht de volgende in rij. President Xi Jinping bestempelde de unificatie van wat China noemt “de afvallige en opstandige provincie” al als onvermijdelijk. Deze constante dreiging is één van de belangrijkste geopolitieke evoluties die we de volgende jaren moeten volgen. Amerikaanse en Taiwanese inlichtingendiensten spreken van een mogelijke inval binnen de komende zes jaar. Chinese militaire schepen en jets flirten quasi wekelijks met de Taiwanese grenzen om de reacties van zowel de VS als Taiwan in kaart te brengen. Het standpunt dat de VS en Europa op dat moment zullen innemen wordt cruciaal voor de wereldstabiliteit.
- De wereld lijkt wel degelijk opnieuw te evolueren naar een bipolaire orde. De VS proberen hun unipolaire macht momenteel te versterken door economische en militaire allianties te smeden met Israël, het Verenigd Koninkrijk, India, Saudi-Arabië, de Verenigde Arabische Emiraten en enkele kleinere Aziatische landen. China ziet bondgenoten in Rusland, Iran, Noord-Korea, Turkije en zelfs enkele Oost-Europese landen. Europa mag er beginnen vaart achter zetten wil het niet eindigen als kneusje van de klas. Een bipolaire wereldorde is niet per sé een dreiging zolang de economische en militaire balans in evenwicht blijft. De grootste dreiging voor het Westen is misschien wel op sociaal-cultureel vlak indien onze vrijheden langzaam worden weg-geërodeerd door de stijgende populariteit van het Chinees bestuursmodel.





1.2 Marktindicatoren

Korte termijn marktindicatoren evolueren gunstig, maar sommige extreem populaire thema's blijven relatieve zwakte vertonen.

- Financiële condities en volatiliteit-signalen vertoeven in een "risk-on"-omgeving. We zien sterke marktbreedte met meer dan 90% van de aandelen in heel wat aandelenindices die noteren boven het 50-daags koersgemiddelde.
- Cross-asset (tussen deelmarkten) relaties lijken ook nog steeds in lijn met een "risk-on" omgeving.
- De cyclische sectoren presteerden maar liefst 40% beter dan de defensieve sectoren sinds de bodem in maart 2020*. Deze trend lijkt zich te kunnen verder zetten op middellange termijn dankzij de steun van infrastructuurstimuli en sterke macro-economische indicatoren. De extreme onderwaardering van deze aandelen is volledig weggewerkt in één jaar tijd (Grafiek 2). Cyclische aandelen noteren momenteel met een discount van -10% t.o.v. defensieve sectoren versus een historisch gemiddelde van -18%. Dit is 1 standaarddeviatie boven het gemiddelde. Deze aandelen verdisconteren m.a.w. al een fors economisch herstel. Het lijkt ons dan ook niet onverstandig om sommige extreme overwegingen (positiegrootte) in deze sectoren iets te reduceren, maar nog steeds een cyclische voorkeur te behouden vanwege het aanzienlijk momentum. Selectieve aandelenselectie binnen sectoren wordt belangrijker dan het plaatsen van grote sector bets.

Grafiek 2: Cyclische sectoren versus defensieve sectoren: relatieve koersevolutie en waardering



Bron: linkergrafiek Merit Capital Macro, rechtergrafiek: GS Research. NB: Cyclische sectoren: Consumer Discretionary, Industrials, Materials, Financials, Energy, Technology Semiconductors & Technology Hardware. Defensieve sectoren: Consumer Staples, Health Care, Utilities, Real Estate & Technology Software.

*De koers-, de omzet- en de winstevolutie van aandelen in cyclische sectoren zijn sterk gecorreleerd aan macro-economische groei-indicatoren en presteren meestal beter in een omgeving gekenmerkt door fors oplevende economische groei. Aandelen in defensieve sectoren vertonen vaak een minder cyclisch verloop qua winst en omzet. Ze presteren vooral sterk tijdens economische zwakte.



1.2 Marktindicatoren

De oververhitting in sommige sentimentsindicatoren heeft vooral zijn weerslag gehad op aandelen met torenhoge waarderingen in de meest disruptieve industrieën (Grafiek 3). Deze aandelen verloren 30% in slechts twee maanden tijd, maar veerden recentelijk terug op. Het valt af te wachten of ze hun relatieve sterkte kunnen hernemen in deze wijzigende marktomgeving gekenmerkt door geleidelijk stijgende rentevoeten. We blijven sceptisch op lange termijn, maar selectieve opportuniteiten in hoge groeiers met een gunstig koers- en fundamenteel momentum blijven aanwezig voor korte termijn beleggers. We verwachten aanhoudende extreme volatiliteit in deze industrieën.

Grafiek 3: Relatieve koersevolutie van "hot stocks" in disruptieve industrieën



Bron: Merit Capital Macro NB: Relatieve evolutie van de ARK Innovation ETF versus de MSCI World Index. Deze ETF bevat aandelen met de hoogste groeivoorzichten en torenhoge waarderingen in de meest disruptieve sectoren: fintech, genomische biotech, internet, cloud, artificiële intelligentie, clean energy en industriële technologie.



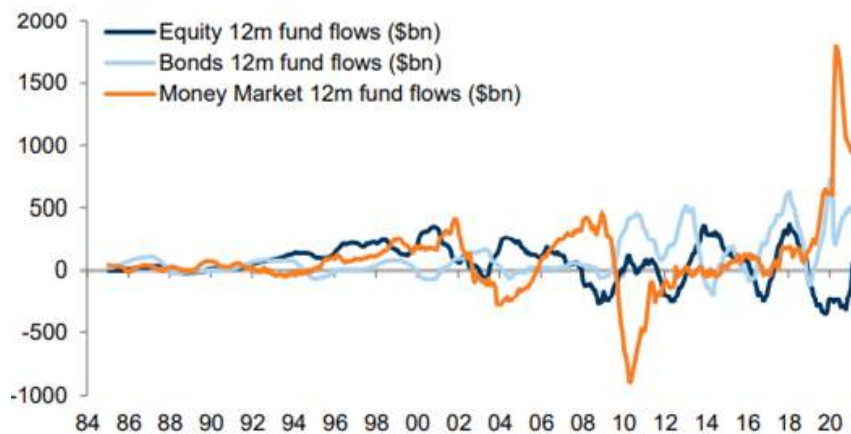


1.2 Marktindicatoren

Lange termijn indicatoren behouden hun hoopvol beeld.

- Het laatste kwartaal zagen we voor het eerst sinds lang een record aan instroom in aandelenfondsen en trackers. De rotatie uit geld- en obligatiefondsen lijkt eindelijk ingezet. In een lange termijn perspectief blijft de rotatie nog steeds beperkt (Grafiek 4). De laatste jaren vloeide er enorm veel kapitaal richting defensieve activa uit angst voor geopolitieke zorgen, macro-economische groeivertraging en de Covid-19 crisis. Er lijkt nog een weg te gaan vooraleer we normaliseren.

Grafiek 4: Kapitaalstromen richting aandelen, geld- en obligatiefondsen



Bron: Merit Capital Macro NB: returns worden uitgedrukt in EUR en houden dus rekening met eventuele wisselkoersschommelingen.





1.3 Monetair & fiscaal

Verenigde Staten

- President Biden publiceerde zijn nieuw infrastructuurplan. Deze "New Deal" wil in de komende acht jaar maar liefst 2,25 biljoen dollar pompen richting Amerikaanse sectoren. Het plan kreeg al heel wat kritiek van de Republikeinen aangezien traditionele infrastructuur slechts 20% tot 30% van het totale plan zou uitmaken. Deze kritiek lijkt ons onterecht. De exacte bedragen en voorstellen zijn niet even gedetailleerd en moeten nog goedkeuring krijgen in het Congres. Wellicht maken de Democraten gebruik van een speciale procedure om goedkeuring te bekomen aangezien de Republikeinse steun ontbreekt. De volgende weken en maanden worden wellicht ook nog tal van wijzigingen aangebracht.
- We maakten zelf de rekenoefening en brachten het voorstel in kaart samen met de industrieën en bedrijven die hiervan potentieel kunnen profiteren op langere termijn (Tabel 1). In een aantal van onze strategieën zijn we reeds volop geïnvesteerd in deze thema's.

Tabel 1: Het infrastructuurplan van president Biden en sectoren die hiervan kunnen profiteren

| HET INFRASTRUCTUURPLAN VAN BIDEN | BEDRAG | DIRECTE BEGUNSTIGDEN |
|---|------------|---|
| Traditionele infrastructuur | 558 | |
| Autosnelwegen | 115 | Industrials & Materials (construction, machinery,...) |
| Electrische grids | 50 | Utilities, Industrials & Materials |
| Transit | 80 | Auto |
| Trein- en businfrastructuur | 80 | Railroads |
| Luchthavens | 25 | |
| Waterwegen en havens | 17 | |
| Drinkwater fonds | 45 | |
| Algemene waterverbetering | 66 | Utilities actief in waterverwerking, recyclage en riolering |
| Hi-tech infrastructuur | 324 | |
| Elektrificatie van transport: Taks-initiatief voor de aankoop van Amerikaanse elektrische wagens en een taks-initiatief voor de private sector die netwerk moet bouwen van 500.000 laadstations. | 174 | Auto, battery & charging station manufacturers |
| Taks-initiatieven voor bedrijven actief in de productie en opslag van hernieuwbare energie | 50 | Clean Energy tech & renewables |
| Verder uitbouw van het breedbandnetwerk | 100 | Communications (telecom) |
| Residentiële en niet-residentiële infrastructuur | 390 | |
| Constructie van meer betaalbare woningen | 213 | Industrials & Materials |
| Constructie en vernieuwing van scholen | 112 | Industrials & Materials |
| Constructie en vernieuwing van federale gebouwen | 25 | Industrials & Materials |
| Constructie en vernieuwing van faciliteiten voor kindzorg | 25 | Industrials & Materials |
| Constructie en vernieuwing van ziekenhuizen | 18 | Industrials & Materials |
| Productie-infrastructuur | 309 | |
| Subsidies voor productie van kritische goederen | 100 | Agriculture, Food & Medicines |
| Subsidies voor research in semiconductoren | 50 | Semiconductors |
| Subsidies voor industriële bedrijven | 52 | Industrials & Materials |
| Subsidies voor pandemische voorbereiding | 30 | |
| Subsidies voor publieke overheidsaanbestedingen in hernieuwbare energie | 46 | Clean Energy tech & renewables |
| Subsidies voor kleine ondernemingen op vlak van krediet en R&D | 31 | |
| R&D infrastructuur | 175 | |
| Subsidies voor de National Science Foundation | 50 | Non-medical engineering & science |
| Subsidies voor bedrijven die R&D-uitrusting vernieuwen (fabrieken, computers, netwerken) | 40 | |
| Subsidies voor klimaatgerelateerde research | 30 | |
| Subsidies voor universiteiten met hoofdzakelijk zwarte bevolking | 25 | |
| Andere | 30 | |
| Sociale infrastructuur | 500 | |
| Financiering van Medicaid. Het programma dat instaat voor de gezondheidszorg van 72 miljoen Amerikanen met lagere inkomens. De middelen zouden vooral worden aangewend in de thuiszorg voor mensen met een beperking en senioren. | 400 | Bedrijven actief in dienstverlening van thuiszorg. |
| Algemene jobtraining | 100 | Bedrijven actief in de opleidingssector. |

Bron: Merit Capital Macro Research NB: bedragen zijn uitgedrukt in biljoen dollar.



1.3 Monetair & fiscaal

Verenigde Staten

- Het plan zou volledig worden gefinancierd door belastingverhogingen die iets meer nadelig zullen zijn voor bepaalde sectoren en individuen.
- De statutaire belastingvoet op bedrijfswinsten zou opnieuw worden verhoogd van 21% naar 28% (Trump verlaagde de taks van 35% naar 21%). Dit kan na onderhandelingen evenwel worden afgezwakt naar 25%. Hierdoor zakken de VS toch enkele trappen op de internationale competitiviteitsschaal qua belastingregime (Grafiek 5). De VS vallen zelfs onder het niveau dat bestond nog voor de Trump-administratie het concurrentievermogen gevoelig deed stijgen.

Grafiek 5: Internationale rangschikking VS op concurrentievermogen inzake bedrijfsbelastingen



Bron: Renmac Macro Research

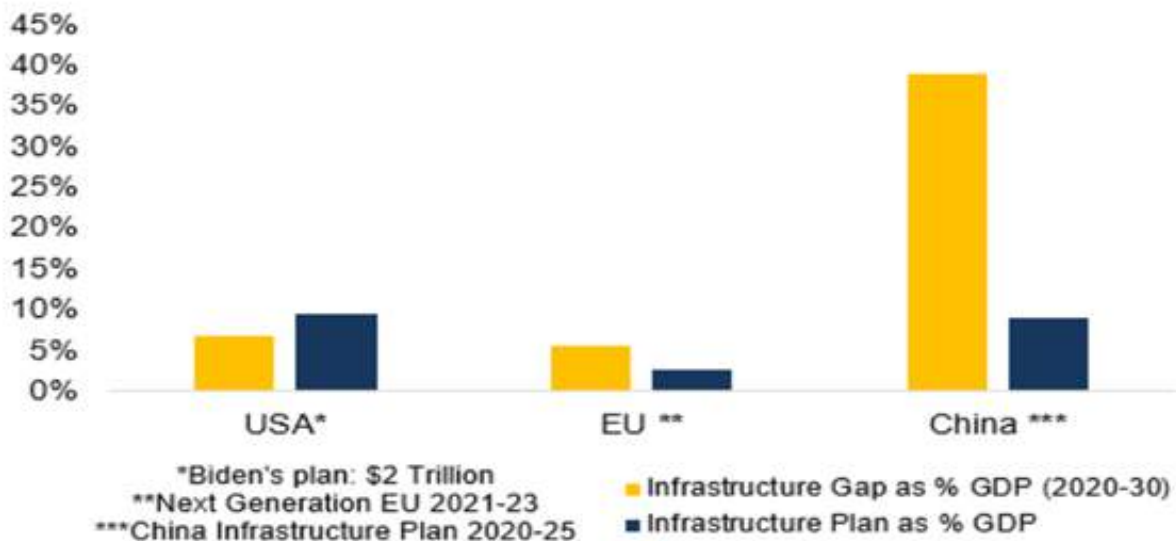


1.3 Monetair & fiscaal

Verenigde Staten

- Bedrijven die veel winst halen uit overzeese immateriële activa zoals copyrights en patenten worden ook zwaarder belast. Hier stijgt de belastingvoet van 10,5% naar 21%. Vooral technologiebedrijven en farmaceutische bedrijven worden hier aangetast.
- Grote bedrijven zullen een minimumbelasting van 15% moeten betalen op de boekhoudkundige winst. Deze regel zou worden ingevoerd om bedrijven te kunnen belasten die via allerlei fiscale spitsvondigheden geen tot weinig winst rapporteren aan de Belastingdienst, maar wel reusachtige boekhoudkundige winsten rapporteren.
- Voorlopig werd nog geen melding gemaakt van extra belastingen op kapitaalmeerwaarde en hogere inkomens. Dit wordt echter wel binnenkort verwacht.
- De Biden-administratie lanceert de volgende maanden wellicht nog een derde stimulus plan dat meer gericht is op humane infrastructuur. De middelen zouden hier worden aangewend voor investeringen in opleiding, gezondheidszorg en kindercare. Er is opnieuw sprake van bedragen tussen de 1 biljoen en 2 biljoen dollar. Amerika haalt dus alles uit de kast. Samen met de eerste stimuli van vorig jaar en begin dit jaar lopen de geplande stimuli op tot 8 biljoen dollar of bijna 40% van de economie. Dit kan tellen. Uit sommige studies blijkt alvast dat de VS intussen hun infrastructuurkloof hebben gedekt voor de volgende tien jaar. Europa en China hebben daarentegen nog veel werk voor de boeg (Grafiek 6).

Grafiek 6: Infrastructuurkloof (tekort) versus geplande infrastructuuruitgaven voor 2020-2030



Bron: Euler Hermes

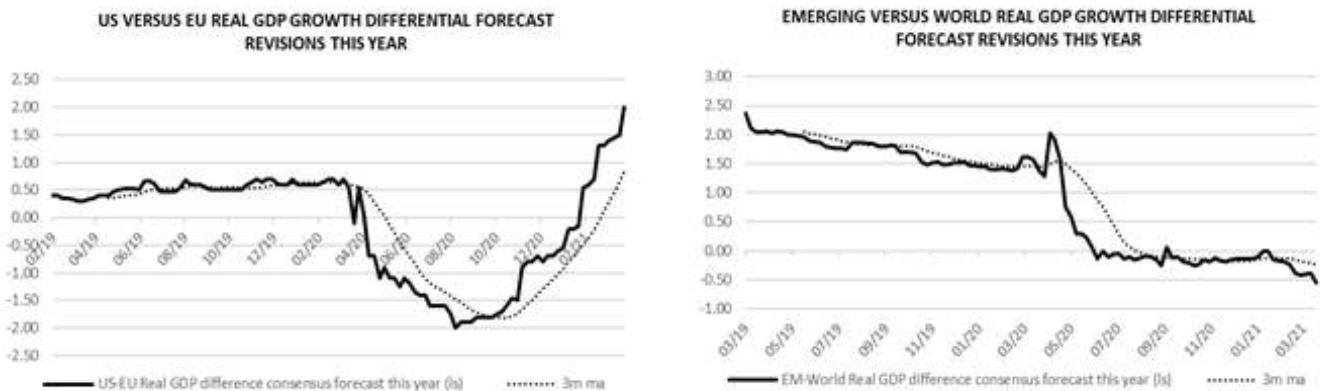


1.4 Macro-economisch

Wereldwijd

- In de meeste regio's stegen de PMI-cijfers (vertrouwensindicatoren) afgelopen maand en noteren ze vlot boven de kritische 50-grens. Wekelijkse indicatoren die we van nabij volgen verbeterden sterk. De Fed Weekly Index stijgt exponentieel en wijst op een boom in Amerikaanse groei. Staalproductie blijft in de lift. Mobiliteitsindicatoren herstellen verder.
- De macro-economische revisies voor wereldwijde economische groei stijgen snel. Beleggers moeten niet wakker liggen van de absolute niveaus in economische groeiprognoses. De consensuswijziging (het macro-economisch momentum of de revisies) m.b.t. deze groeidoelstellingen is wèl van belang voor de fluctuaties op de financiële markten. Dankzij de heropening van de Amerikaanse economie en de infrastructuurstimuli verhogen economen bijna wekelijks hun groeidoelstellingen. Dit zorgt momenteel voor een stijgende discrepantie met de EU. Ook voor Emerging Markets lijkt het sentiment te keren. De revisies lopen negatief versus de ontwikkelde landen (Grafiek 7). Dit alles vertaalt zich ook in de relatieve koersbewegingen van deze regio's. Ondanks de hoge waarderingen van Amerikaanse aandelen, houden we onze positieve visie nu meer dan een half jaar aan. Dit blijft van kracht. Met Emerging Markets zijn we iets neutraler geworden. Afgelopen weken verlaagden we ook onze posities in China, India en Vietnam.

Grafiek 7: Relatieve macro-economische revisies: VS versus EU en Emerging Markets versus Wereld



Bron: Merit Capital Macro Research, Bloomberg data

“What seems too high and risky to the majority generally goes higher and what seems low and cheap generally goes lower.”

- William O'Neil -



1.4 Macro-economisch

Noord-Amerika

- Het lijkt onmogelijk om negatieve macro-economische data te vinden in de VS. De ISM manufacturing- en services indicatoren bereiken nieuwe records.
- Job- en huizencijfers evolueren sterk. De VS hebben momenteel een record in openstaande vacatures (Grafiek 8), een belangrijke voorlopende indicator voor de S&P 500 die bij negatieve divergenties soms zelfs vooruitloopt op het algemeen S&P 500 koersverloop (zie 2007 & 2019).

Grafiek 8: Openstaande vacatures in de VS



Bron: Merit Capital Macro Research, Bloomberg data

Europa

Een aantal leidende economische indicatoren vertoont nog steeds een negatief beeld en ook de dienstensector blijft zwaar afzien van de lockdowns. Andere vertrouwensindicatoren zijn positiever, zoals de ZEW-index (een veel gebruikte economische sentiments-indicator) en geven redenen tot hoop. Met de komst van 300 miljoen nieuwe vaccinaties dit kwartaal hopen we dat nieuwe besmettingen en overlijdens drastisch terug worden gedrongen en dat de lockdowns snel verdwijnen. In dat geval krijgen we wellicht eenzelfde boom als in de VS.

Azië

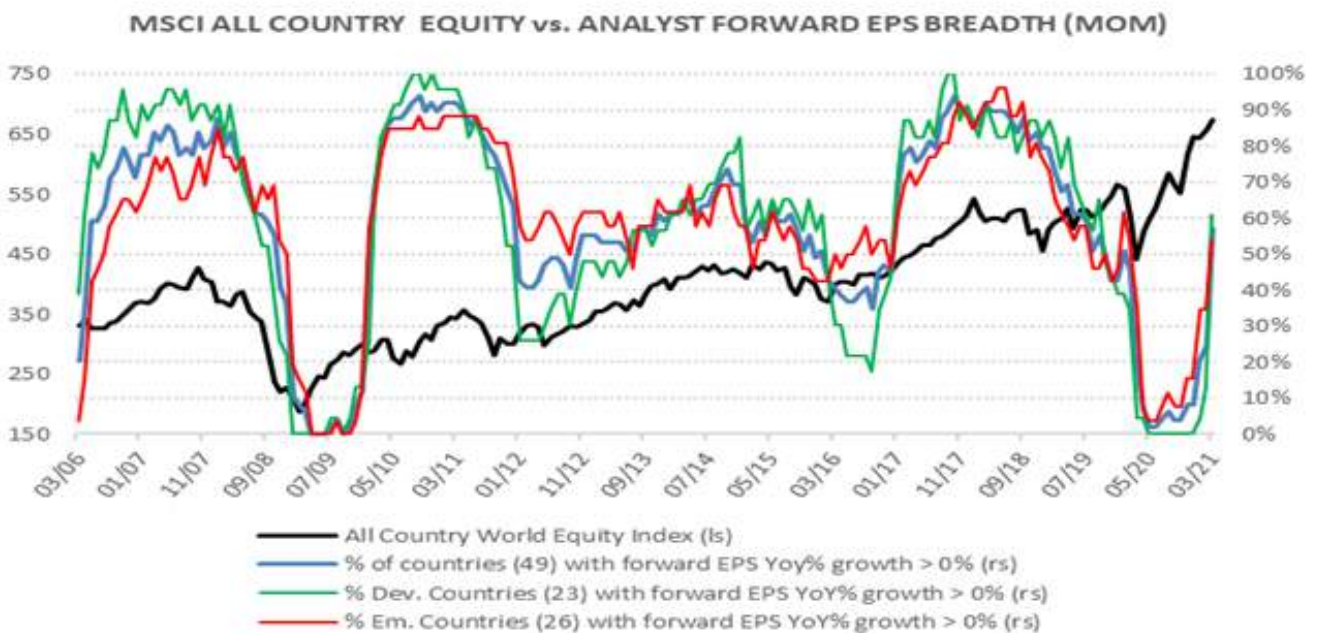
De Chinese kredietgroei vertraagt verder. De recente zwakte in enkele vertrouwensindicatoren lijkt tijdelijk van aard. Recentelijk veerde de China PMI manufacturing indicator op van 50.6 naar 51.9. In Japan gaf de Tankan Survey blijk van verder ondernemersoptimisme. Japanse infectiegevallen zitten wel opnieuw in de lift. Dit kan tijdelijk wat wegen op het beleggerssentiment. Korea publiceerde voor de zoveelste keer op rij enorm sterke exportcijfers. In de ASEAN-regio merken we verder herstel op in de industriële productie en het consumentenvertrouwen van heel wat landen.



1.5 Fundamenteel

- Het resultaatenseizoen voor Q1-2021 staat voor de deur. Voor de Stoxx 600 en de S&P 500 wordt een winststijging verwacht van respectievelijk 47% en 54% t.o.v. Q1-2020. Het grootste winstherstel wordt verwacht in sectoren zoals Industrials, Consumer Discretionary, Financials, Materials en Energy.
- De zes sectoren met het hoogste analistenmomentum (winstrevisies en koersdoelrevisies) zijn nog steeds de meest cyclische sectoren: Energy, Materials, Financials, Consumer Discretionary, Industrials en Communication Services. Technologie wordt zwakker, met uitzondering van de semiconductoren. Ook de meeste van de zogenaamde FAANG-aandelen genieten nog steeds momentum. Er wordt sterke opleving verwacht in de online advertentiemarkten waar Facebook en Alphabet deels actief in zijn. De softwaremarkt heeft het moeilijker met neerwaartse revisies en nog steeds torenhoge waarderingen.
- Ons winstmodel geeft aan dat de wereld zich op winstvlak temidden van een upgrade cyclus bevindt (Grafiek 8). De grafiek geeft weer hoeveel percent van alle aandelenindices die we volgen (49) een positieve winstverwachting heeft voor volgend jaar. Met slechts 60% van de indices positief, lijkt er ruimte voor verder opwaartse bijstellingen.

Grafiek 9: Aantal landen wereldwijd waar analisten een positieve winstverwachting hebben voor volgend jaar



Bron: Merit Capital Macro Research, Bloomberg data



2. Tactische Asset Allocatie Views

2.1 De grote activa (core)

| MAIN ASSETS | BENCH | CHANGE | UW | N | OW | 5d | 1m | 3m | 6m | 1y | 5y |
|-------------------------|-------|--------|----|---|----|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| Cash | 5% | | ● | | | 0.0% | 0.0% | -0.1% | -0.2% | -0.5% | -2.0% |
| Global Fixed Income | 35% | | ● | | | -0.4% | 0.0% | -0.2% | -1.5% | -3.4% | 9.4% |
| Global Equities | 55% | | | | ● | 0.6% | 4.5% | 7.9% | 18.4% | 37.7% | 85.4% |
| Global Alternatives | 12% | | | | ● | 0.3% | 0.6% | 3.9% | 7.9% | 18.4% | 31.3% |
| Equities + Alternatives | 67% | | | | ●● | 0.2% | 2.6% | 4.7% | 10.5% | 21.7% | 53.9% |

Bron: Merit Capital Macro NB: returns worden uitgedrukt in EUR en houden dus rekening met eventuele wisselkoersschommelingen.

- Er zijn geen wijzigingen t.o.v. vorige publicatie.
- In onze globale activa allocatie overwegen we **aandelen en alternatieve strategieën**. **Cash** en **obligaties** zijn onderwogen. Naar de toekomst toe zullen alternatieve strategieën wellicht een belangrijkere rol vervullen als voorheen. Alternatieve strategieën kunnen dan als schokdemper dienen in barre tijden.

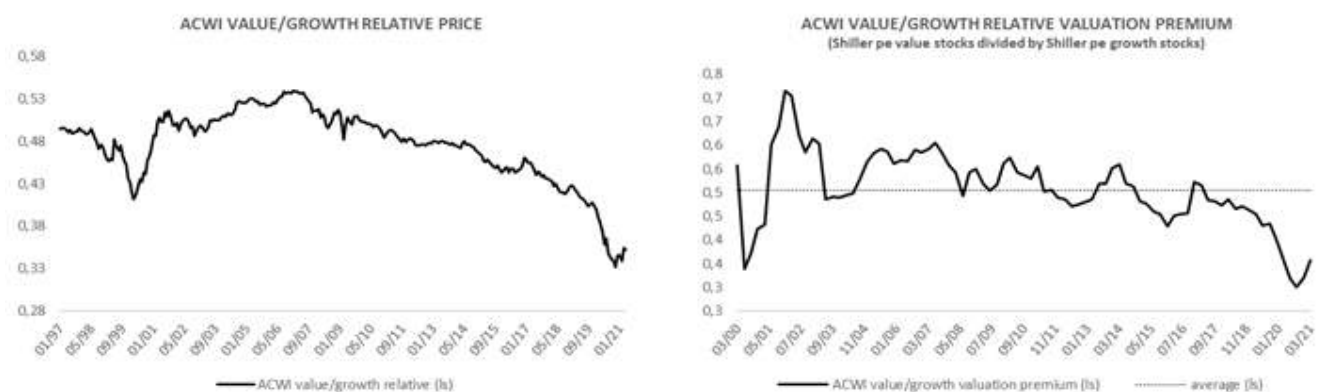
2.2 Aandelen: strategie (core)

| GLOBAL STYLES (FACTORS) EQUITY | BENCH | CHANGE | UW | N | OW | 5d | 1m | 3m | 6m | 1y | 5y |
|--------------------------------|-------|--------|----|---|----|------|------|-------|-------|-------|--------|
| Multi-Factor (style-agnostic) | 50% | | | | ● | 0,3% | 7,6% | 10,8% | 21,6% | 41,3% | 73,5% |
| Momentum, growth & quality | 12,5% | | | ● | | 1,1% | 6,7% | 5,7% | 12,8% | 44,0% | 118,9% |
| Defensive (low vol & quality) | 12,5% | | ●● | | | 0,9% | 7,0% | 7,3% | 10,5% | 24,2% | 76,4% |
| Value & Shareholder Yield | 12,5% | | | ● | | 0,2% | 5,6% | 11,8% | 23,9% | 29,8% | 50,0% |
| Small Caps | 12,5% | | | | ● | 0,1% | 5,2% | 11,3% | 31,8% | 69,6% | 89,2% |

Bron: Merit Capital Macro NB: returns worden uitgedrukt in EUR en houden dus rekening met eventuele wisselkoersschommelingen.

- In bepaalde strategieën hanteren we al een tijdje een gezonde mix tussen zogenaamde groei- en momentumaandelen en waarde-aandelen. De onderwaardering van "value" en "dividend" was inmiddels zo sterk opgelopen dat een potentiële rebound onvermijdelijk leek (Grafiek 10).
- Belangrijk om op te merken is dat we in onze stock-picking vaak een holistische benadering hanteren. Value staat niet gelijk met enkel en alleen investeren in klassieke banken en energie. En groei staat niet gelijk met enkel beleggen in bijvoorbeeld artificiële intelligentie. Een bedrijf bekijken we op vlak van alle parameters in combinatie met streng risicobeheer.
- Defensieve aandelenstijlen blijven het voorlopig moeilijk hebben maar vertoonden afgelopen maand signalen van stabilisatie versus de markt. Heel wat van deze strategieën zitten overwogen in defensieve sectoren die het iets moeilijker hebben in tijden van sterke groeiopleving. Een positief element: de waarderingen van Staples en Health Care zijn teruggevallen tot vrij aantrekkelijke niveaus waardoor de stijl misschien verder kan stabiliseren. In de volgende berenmarkt (of die nu plotseling of gradueel komt) zullen beleggers opnieuw meer dan tevreden worden gesteld met deze strategie.

Grafiek 10: Value versus Growth: relatieve koersevolutie en waardering





2.3 Aandelen: sectoren en thema's (satellite)

| GLOBAL SECTOR EQUITY | BENCH | CHANGE | UW | N | OW | 5d | 1m | 3m | 6m | 1y | 5y |
|------------------------|-------|--------|----|---|----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Communication Services | 9% | | | | ● | -0.2% | 4.4% | 13.2% | 24.0% | 44.6% | 57.5% |
| Consumer Discretionary | 13% | | | | ●● | -0.2% | 4.4% | 4.7% | 15.4% | 58.2% | 113.7% |
| Consumer Staples | 8% | ↑ | | ● | | 0.3% | 5.6% | 3.8% | 5.3% | 11.4% | 30.0% |
| Energy | 3% | ↓ | | ● | | -1.6% | -4.9% | 10.8% | 39.5% | 23.9% | 0.4% |
| Financials | 12% | | | ● | | -0.4% | 1.8% | 11.9% | 33.5% | 36.9% | 63.9% |
| Health Care | 12% | | ● | | | -0.9% | 3.0% | 0.9% | 5.0% | 13.7% | 62.1% |
| Industrials | 9% | | | | ●● | -0.6% | 4.9% | 9.2% | 21.0% | 44.3% | 73.2% |
| Information Technology | 21% | | ● | | | 0.9% | 7.5% | 8.1% | 18.5% | 57.5% | 229.1% |
| Materials | 5% | | | | ●● | 0.1% | 3.4% | 5.3% | 23.0% | 52.0% | 95.8% |
| Real Estate | 3% | | ●● | | | -0.6% | 7.4% | 13.8% | 10.9% | 9.0% | 26.8% |
| Utilities | 3% | | ● | | | 0.0% | 5.7% | 2.7% | 6.0% | 7.5% | 40.2% |

Bron: Merit Capital Macro NB: returns worden uitgedrukt in EUR en houden dus rekening met eventuele wisselkoersschommelingen.

- In bepaalde strategieën hielden we op sectorvlak al een tijdje een extreme voorkeur aan in cyclische sectoren. Deze nadruk hebben we de afgelopen weken iets afgebouwd, maar blijft nog steeds van kracht.
- Posities in Financials en Energy werden verlicht na een sterke opwaartse rit. Posities in Staples werden iets verhoogd.
- In technologie behouden we een positieve visie op de cyclische sub-industrieën: Semiconductoren en Hardware & Equipment. We zijn afgelopen maanden voorzichtiger geworden over de defensieve industrie Software die te lijden heeft onder torenhoge waarderingen gekoppeld aan extreem en zeer volatiel beleggerssentiment. Na de recente grote correctie worden sommige aandelen misschien terug interessant vanuit een zeer korte termijn politiek. Technische koersbevestiging van een hernieuwde positieve trend is hiervoor wel noodzakelijk.
- De prestatie tussen cyclische en defensieve sectoren wordt iets meer genuanceerd. Enerzijds genieten cyclische sectoren enorme steun van de "risk-on" omgeving, het koersmomentum, de forse groei-impuls en de reusachtige stimuli. Anderzijds zien we dat de waarderingen terug redelijk hoog zijn opgelopen versus defensieve sectoren. Bovendien lijkt ook de consensus onder fondsbeheerders vrij eenzijdig met grote overgewichten in cyclische sectoren. De juiste aandelenselectie binnen sectoren wordt iets belangrijker dan het plaatsen van zogenaamde "extreme sector bets".
- Op thematisch vlak hebben we een voorkeur voor infrastructuuraandelen, robotica, beveiliging en Amerikaanse energie-infrastructuur.





2.4 Aandelen: regio's en landen (satellite)

| GLOBAL REGIONS EQUITY | BENCH | CHANGE | UW | N | OW | 5d | 1m | 3m | 6m | 1y | 5y |
|-------------------------------------|-------------|--------|----|----|----|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Global Developed Equities | 88% | ↑ | | ● | | -0.1% | 4.7% | 8.3% | 18.1% | 36.8% | 86.2% |
| Global Emerging Equities | 11% | ↓ | | ● | | -0.5% | 1.8% | 2.2% | 19.4% | 41.7% | 76.8% |
| AMERICAS | 59% | | | | | | | | | | |
| United States | 55% | ↑ | | ●● | | -0.4% | 5.5% | 10.2% | 17.5% | 36.3% | 105.0% |
| Canada | 3% | ↑ | | ● | | -0.1% | 4.0% | 11.1% | 21.6% | 41.6% | 59.1% |
| Emerging Latin America | 1% | | | ● | | 0.8% | 8.1% | -3.3% | 23.9% | 32.2% | 24.2% |
| EUROPE | 19% | | | | | | | | | | |
| Eurozone | 10% | ↑ | ● | | | 0.8% | 4.6% | 7.5% | 21.0% | 40.2% | 54.8% |
| United Kingdom | 4% | | | ● | | 3.1% | 3.6% | 2.3% | 17.5% | 21.3% | 32.5% |
| Switzerland | 3% | | ●● | | | 0.9% | 4.3% | 5.4% | 9.2% | 20.1% | 61.5% |
| Nordics | 2% | | | ● | | 1.6% | 4.7% | 7.6% | 17.8% | 51.5% | 68.5% |
| Emerging Russia | 0.4% | | ●● | | | -2.2% | -3.7% | -0.8% | 22.8% | 10.9% | 79.7% |
| Emerging Eastern Europe (ex Russia) | 0.2% | | ●● | | | 1.6% | 1.7% | -3.4% | 18.3% | 22.5% | 9.2% |
| EMERGING MIDDLE EAST | 0.2% | | | | | | | | | | |
| EMERGING AFRICA | 0.5% | | | | | | | | | | |
| ASIA PACIFIC | 20% | | | | | | | | | | |
| Japan | 7% | | | ●● | | -1.7% | 1.7% | 3.3% | 16.1% | 28.5% | 61.0% |
| Pacific Ex-Japan | 4% | | | ● | | 0.9% | 1.6% | 5.9% | 22.4% | 34.9% | 60.3% |
| Emerging India | 1% | ↓↓ | ● | | | -0.4% | -2.3% | 4.6% | 19.9% | 53.3% | 67.5% |
| Emerging China | 5% | ↓↓ | | ● | | -3.3% | 0.6% | -6.8% | 9.4% | 33.8% | 65.0% |
| Emerging Asean | 4% | | | ● | | -0.1% | -1.5% | -2.7% | 14.2% | 18.0% | 11.4% |

Bron: Merit Capital Macro NB: returns worden uitgedrukt in EUR en houden dus rekening met eventuele wisselkoersschommelingen.

- Groeilanden kregen, met uitzondering van **Latijns-Amerika**, afgelopen maand te kampen met winstnemingen (Grafiek 11). De grote MSCI Emerging Market Index wordt gedomineerd door tal van Chinese technologiebedrijven met zeer hoge waarderingen. Deze kregen het zwaar te verduren. Ook de graduele stijging van de Amerikaanse staatsrente deed deze aandelengroep geen deugd.
- Tot vorige maand hielden we een licht overwogen positie aan op de groeimarkten. Momenteel zijn we meer neutraal. De komende weken en maanden kunnen de **Amerikaanse** en **Europese** aandelenmarkten sterk blijven presteren. Dit onder de impulsen van de geplande heropening van de economieën en de massale infrastructuurstimuli. Een aantal groeilanden startte ook met het optrekken van zijn rentevoeten. Op lange termijn blijven Emerging Markets aantrekkelijk maar landenselectie en aandelselectie maken hier een breed verschil.
- **Chinese** aandelen werden reeds vorige maand voor een stuk verlicht. We liquideerden heel recent onze volledige positie in **India**, aangezien India plotseling te kampen heeft met een nieuwe golf aan besmettingen. De Indische beurs heeft een sterk parcours achter de rug, is vrij duur en lijkt op technische basis iets overkocht. De **ASEAN**-landen en **Latijns-Amerika** blijven vertegenwoordigd. De ASEAN-landen profiteren verder van het Aziatisch herstel; iets goedkopere waarderingen en toerisme kunnen deze regio een boost geven vanaf de komende kwartalen. Latijns-Amerika blijft een contrarian positie. De regio wordt door heel wat fondsbeheerders (onterecht) genegeerd en profiteert hierdoor van relatief goedkopere waarderingen. Het is ook de enige regio met lagere correlaties versus de wereldindex, wat leidt tot diversificatievoordelen. Chili maakt vooruitgang van hervormingen en wordt een wereldspeler in waterstof. Mexico wordt competitief en profiteert van het anti-China sentiment in de VS. Amerikaanse bedrijven verplaatsen tal van productiecentra richting het land. Colombiaanse aandelen zijn goedkoop en het land heeft een marktgezinde regering. Braziliaanse aandelen stellen voorlopig teleur door de pandemie en de perikelen omtrent president Bolsonaro. De Braziliaanse beurs bleef sterk achter op het grondstoffenherstel.



2.4 Aandelen: regio's en landen (satellite)

- We houden geen posities aan in **Rusland, Oost-Europa, de golflanden of Afrika**. De waarderingen zijn in sommige van die regio's zeer aantrekkelijk te noemen, maar het sentiment ontbreekt voorlopig. Als Europa straks heropent en bewijs toont van sterk herstel, kan Oost-Europa als een hefboom reageren op het Europees herstel.

Grafiek 11: Relatieve koersevolutie van Emerging Markets versus Wereldindex



Bron: Merit Capital Macro Research, Bloomberg data

2.5 Vastrentend en vreemde valuta (core)

| GLOBAL FIXED INCOME | BENCH | CHANG E | UW | N | OW | 5d | 1m | 3m | 6m | 1y | 5y |
|--|-------|------------|-----|---|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| DURATION RISK | | | ● ● | | | | | | | | |
| LOW RISK (investment grade) | | | ● | | | | | | | | |
| Euro Government Investment Grade | | | ● ● | | | -0.1% | 0.0% | -2.1% | -1.4% | 2.8% | 10.0% |
| Euro Corporate Investment Grade | | | | | ● | 0.1% | 0.4% | -0.5% | 1.1% | 7.9% | 12.1% |
| MEDIUM RISK (investment grade) | | | ● | | | | | | | | |
| US IG Government Bonds USD | | | ● ● | | | 0.4% | -0.2% | -2.5% | -3.9% | -3.9% | 11.9% |
| US IG Corporate Bonds USD | | | | | ● | 0.5% | 0.9% | -2.3% | -1.0% | 6.8% | 27.6% |
| Emerging IG Bonds USD (gov + corp) | | | ● | | | 0.4% | 0.9% | -2.0% | 0.6% | 13.3% | 29.8% |
| Majors FX IG bonds (JPY, GBP, NDK, SEK, AUD,...) | | | | | ● | | | | | | |
| HIGH RISK | | | | | ● ● | | | | | | |
| Global High Yield Hard Currency | | | | | ● | 0.6% | 1.2% | -0.1% | 6.2% | 22.5% | 39.8% |
| Euro Corporate High Yield EUR | | | | | ● | 0.3% | 0.9% | 1.4% | 5.8% | 17.2% | 21.9% |
| US Corporate High Yield USD | | | | | ● | 0.4% | 1.3% | 1.4% | 6.7% | 20.8% | 47.8% |
| Emerging High yield USD (gov & corp) | | | | | ● | 0.6% | 1.1% | -1.7% | 4.2% | 21.7% | 31.4% |
| Emerging Local Currency | | | ● | | | 0.8% | 0.8% | -2.9% | 2.7% | 9.3% | 21.5% |

Bron: Merit Capital Macro NB: returns worden uitgedrukt in EUR en houden dus rekening met eventuele wisselkoersschommelingen.



2.5 Vastrentend en vreemde valuta (core)

- Overheidsobligaties van Emerging Markets in lokale munt hebben een aantal zware weken achter de rug vanwege de plotselinge stijging in de Amerikaanse staatsrente. Op zich is dit geen ongewone situatie na een korte rentestijging. We zijn al geruime tijd onderwogen in deze activaklasse, met uitzondering van Chinese staatsobligaties. Emerging Local Currency wordt door de sell-off iets aantrekkelijker met een reëel renteverskil dat het hoogst noteert sinds 2009. Lokale munten zijn relatief goedkoop en vinden hier en daar wat steun door renteverhogingen. We blijven voorlopig nog afzijdig.
- Chinese staatsobligaties (CGB's; onderdeel van Emerging Local Currency) verrassen wel in positieve zin. Dit kwartaal zagen we een ont koppeling van Chinese rentevoeten met de rest van de wereld. De Chinese 10-jarige rente daalde licht tijdens de turbulentie van de afgelopen weken in de obligatiemarkten. CGB's werden aangewend als vluchthaven en snoepen hiermee licht marktaandeel af van Amerikaanse staatsobligaties die normaliter deze rol op zich nemen. De rol van CGB's blijft exponentieel aan belang toenemen op de financiële markten. CGB's krijgen in oktober een gewicht van rond de 5% in FTSE Russel World Bond Index. Ongeveer 2 biljoen dollar aan passieve strategieën zijn gekoppeld aan deze index. De opname van CGB's in deze index zou kunnen leiden tot een inflow van 100 miljard dollar.

2.6 Alternatieven (core)

| GLOBAL ALTERNATIVES | BENCH | CHANGE | UW | N | OW | 5d | 1m | 3m | 6m | 1y | 5y |
|--------------------------------------|-------|--------|-------|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| LIQUID ALTERNATIVE STRATEGIES | 50% | | | ● | | | | | | | |
| Multi-Manager strategies | | | | | ● ● ● | - | 0,6% | 2,9% | 9,3% | 20,5% | 31,7% |
| Equity Hedge strategies | | | | | ● | - | 1,8% | 7,0% | 19,5% | 42,8% | 59,8% |
| Event Driven strategies | | | ● ● ● | | | - | 1,8% | 7,1% | 18,5% | 36,5% | 45,5% |
| Global Macro strategies | | | | | ● ● | - | 0,2% | 2,1% | 8,5% | 17,6% | 30,1% |
| Relative Value Arbitrage | | | ● ● ● | | | - | 1,5% | 4,0% | 10,4% | 23,5% | 35,6% |
| LISTED REAL ASSETS | | | | ● | | | | | | | |
| Gold <small>(physical)</small> | 25% | | ● | | | -0,2% | 2,6% | -6,1% | -8,7% | -3,2% | 34,3% |
| Commodities <small>(futures)</small> | 25% | | | | ● | -1,2% | -2,7% | 7,1% | 15,0% | 21,0% | 9,1% |

Bron: Merit Capital Macro NB: returns worden uitgedrukt in EUR en houden dus rekening met eventuele wisselkoersschommelingen.

Begin volgende maand publiceren we een nieuwe outlook. Het Merit team dankt u voor uw interesse en vertrouwen.

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.

Merit Capital NV is een Belgische onafhankelijke vermogensbeheerder, opgericht in 2000 door professionals die hun sporen hebben verdiend in de financiële wereld.

Merit Capital NV beheert het patrimonium van zowel particulieren, vennootschappen als institutionelen, over verschillende generaties heen en dit onder het toezicht van de FSMA en de Nationale Bank van België.

Merit Capital NV gaat voor een duurzame relatie met de klant op lange termijn, biedt elke klant een oplossing op maat met een complete dienstverlening.

KANTOREN:

Antwerpen

Hoofdzetel
Museumstraat 12D
2000 Antwerpen

T: +32 (0)3 259 23 00



Deurle

Xavier De Cocklaan 72 B5-6
9831 Deurle

T: +32 (0)9 233 83 70



Hasselt

Stokerijstraat 59
3500 Hasselt

T: +32 (0)11 21 55 67



Kortrijk

Doorniksewijk 15
8500 Kortrijk

T: +32 (0)56 36 00 07



Leuven

Bondgenotenlaan 134 B2
3000 Leuven

T: +32 (0)16 20 33 01



www.meritcapital.eu

info@meritcapital.be