

UPDATE FINANCIËLE MARKTEN



Deze maand in UFM.

Voorlopende economische indicatoren wijzen met name in Europa naar een stagnerende groei. Daarentegen zorgt het groeiherstel van China voor een gunstiger vooruitzicht voor opkomende markten. Winstcijfers van beursgenoteerde bedrijven verrasten positief maar onze verwachting blijft dat de hoge waarderingen niet ondersteund zullen blijven. Hierdoor blijven aandelen onaantrekkelijk. Ondanks aanhoudende hoge rentes blijven we negatief over staatsobligaties.

Update Financiële Markten is een uitgave van Commenda BV. De auteurs aanvaarden geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten of onvolkomenheden. Niets uit deze uitgave mag worden veelevoudigd of openbaar gemaakt, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Bezoek onze website voor meer informatie: [Disclaimer - Commenda](#)

Pag.

1 Economie



Onzekere economische situatie door voortdurende inflatie

Pag.

2 Financiële markten



Winstcijfers beter dan verwacht met name door de tech-sector

Pag.

4 Focus: Wapens uitsluiten ja of nee?



Oorlog in Oekraïne leidt tot een hernieuwde discussie over uitsluiting van wapens. Commenda geeft haar visie.



Onzekere economische vooruitzichten door voortdurende inflatie

Na de stress van de afgelopen maand- (en) zijn (aandelen)markten in april enigszins gekalmeerd. Beleggers lijken vooral in afwachting van meer richtinggevend nieuws op het gebied van centrale bankbeleid en winstontwikkelingen.

De economische vooruitzichten blijven onzeker. Vooral als gevolg van de hoge inflatie. Voorlopende economische indicatoren voor de Verenigde Staten laten een wisselend beeld zien. Hoewel een recessie vermoedelijk kan worden vermeden, zijn de groeivoorzichten ongunstig. In het eerste kwartaal nam het BBP toe met 1,1%, terwijl 2,0% werd verwacht. Bedrijven lijken voor te sorteren op een lagere toekomstige vraag en teren in op hun voorraden. Daarnaast investeren ze minder door hogere rentes en striktere financieringsvoorwaarden.

Voor de Eurozone is groei met 0,1% in lijn met de verwachtingen. Voorlopende indicatoren wijzen op stagnerende groei. Zo daalde de Purchasing Manager Index voor de maakindustrie tot onder de 50 punten.

Overigens is het de vraag of de groeicijfers waaraan we de afgelopen decennia gewend zijn geraakt op middellange termijn realistisch zijn. Door toenemende fragmentatie van de wereld- (economie) ligt de groeiverwachting voor de komende vijf jaar volgens het IMF op het laagste niveau sinds 1990.

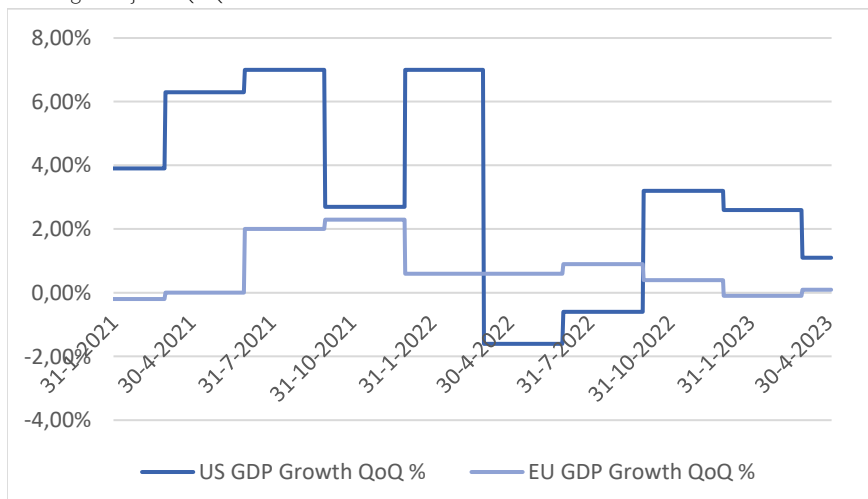
Voor opkomende markten is het beeld op korte termijn gunstiger dan voor ontwikkelde economieën, met name door het groeiherstel in China. In het eerste kwartaal groeide de economie met 2,2%. Vermoedelijk blijft China de komende tijd een groeimotor. De grote spaarbuffer van huishoudens zal de binnenlandse consumptie blijven ondersteunen, terwijl de vastgoedmarkt weer lijkt te herstellen. Bovendien stimuleert de centrale bank van China, de PBoC, de economie.

De liquiditeit in de VS en Eurozone is juist sterk verminderd. De renteverhogingen van centrale banken beginnen via hogere kosten voor en een verminderde beschikbaarheid van krediet juist zwaar te wegen op de economie.

“

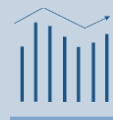
Strakke financieringsvoorwaarden en dalende voorraden zorgen voor lagere economische groei

BBP groeicijfers QoQ%



Bron: Bloomberg

1



Winstcijfers beter dan verwacht met name door Tech-sector

Hoewel de Amerikaanse centrale bank, de Fed, inmiddels tegen het einde van haar verkrappingscyclus aan lijkt te zitten, voorzien we de eerste renteverlagingen pas in 2024. De ECB zet vermoedelijk nog meerdere rentestappen. Daarnaast bouwen beide centrale banken de omvang van hun balans af, zogenaamde kwantitatieve verkrapping. Met andere woorden, de liquiditeitsomstandigheden blijven voorlopig krap, wat een rem zet op de prestaties van aandelen.

Het winstcijferseizoen betreffende het eerste kwartaal van 2023 is van start gegaan. De winstcijfers verrassen tot nu toe in positieve zin. De in de aanloop naar het cijferseizoen sterk gedaalde verwachtingen helpen daarbij. Van de beursgenoteerde bedrijven in Europa (Stoxx 600) presteerde 66,3% beter dan verwachting door analisten. In de VS, voor de S&P500, was dit zelfs 76,6%. De S&P als geheel laat nu een verwachte winstdaling van -0,6% zien voor Q1 en -2,2% voor 2023. Voor de Stoxx 600 wordt winstgroei nu geschat op 6,7% voor Q1. Deze cijfers worden echter voornamelijk gedreven door de tech-giganten welke hun aandeelhouders -meer dan verwacht- compenseerden gedurende het eerste kwartaal.

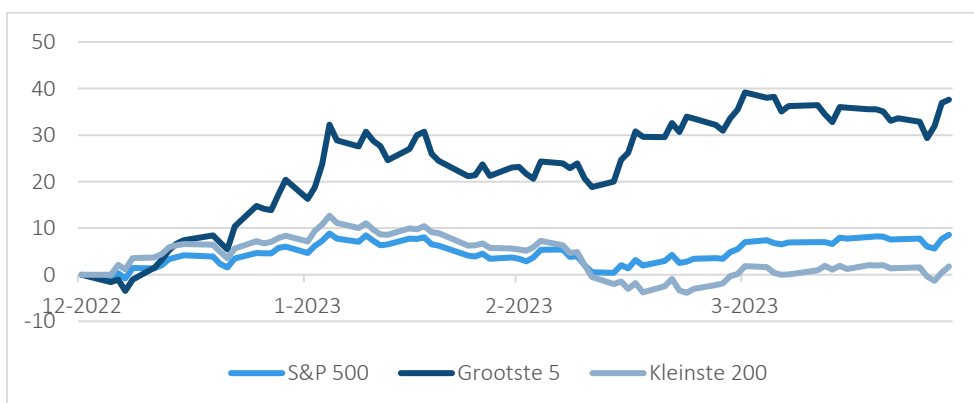
Ons inziens zijn de winstverwachtingen nog niet voldoende naar beneden bijgesteld om een (bij)koopmoment te rechtvaardigen. Wij verwachten dat winsten nog verder zullen afnemen en de huidige hoge waarderingen niet zullen blijven ondersteunen.

Hoewel de aandelenindexen niet veel bewegen, laat dit jaar een bijzonder onderliggend patroon zien. In een gezonde groeitrend wordt de marktstijging door een groot deel van aandelen in een index gedragen. Sinds de start van 2023 is dit echter anders. In de Amerikaanse S&P500 index is 96% van de stijging te verklaren door de prestatie van slechts vijf aandelen: Apple, Microsoft, Nvidia, Alphabet en Amazon. In 2023 hebben deze vijf aandelen een gemiddelde waardeverhoging van boven de 30% en de resterende 495 aandelen heeft een rendement van slechts 3%. Dit geeft ons geen vertrouwen in de houdbaarheid van de stijging van dit jaar. Onze visie op aandelen is, in combinatie met de macrodata, hierdoor niet positiever dan in eerdere maanden.

“

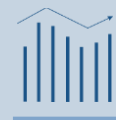
In de Amerikaanse S&P500 index is 96% van de stijging te verklaren door de prestatie van vijf aandelen

Index op twee snelheden



Bron Bloomberg

2



De laatste renteverhoging(en) in de VS, Europa heeft langere weg te gaan

Na de dalende rentes in maart als gevolg van de bankenstress, liep de rente in april weer op. Tegelijkertijd nam de volatiliteit op obligatiemarkten af. Dit zorgde ervoor dat de meeste vastrentende waarden negatieve rendementen noteerden.

Wij verwachten dat de Fed mogelijk nog één renteverhoging zal doorvoeren na de laatste verhoging begin mei. Dit zal afhangen van de komende inflatie- en banencijfers. Deze data-gedreven werkwijze is ook nogmaals bevestigd door Fed-directeur Jerome Powell. Markten prijzen voor de Fed al een eerste rentedaling in vóór het einde van dit jaar. De geschiedenis leert dat centrale banken zelden binnen 6 maanden monetair beleid omdraaien na een verkrapingscyclus. De volledige effecten van een renteverhoging zijn pas zichtbaar na 12-18 maanden. Wij verwachten dan ook dat de Fed langer wacht met het verlagen van de rente om er zeker van te zijn dat er voldoende maatregelen zijn genomen. Wij verwachten hierom dat de rente minder snel zal dalen dan nu wordt ingeprijsd.

In Europa blijkt inflatie hardnekkiger dan in de VS. Dit heeft als gevolg dat de ECB minder ver is in haar strijd tegen inflatie. Momenteel worden er nog twee rentestappen ingeprijsd door de financiële markten. Dit strookt gedeeltelijk met de woorden

Van Christine Lagarde; zij liet optekenen dat er nog meer stappen gezet zullen moeten worden. Dit betekent dat er in Europa langer rekening moet worden gehouden met hogere rentes.

Ondanks de opwaartse bijstelling van de verwachtingen rondom het toekomstige rentebeleid blijven we redelijk negatief over staatsobligaties. Wij verwachten dat centrale banken minder snel zullen verruimen dan nu wordt ingeprijsd.

Over hoogrentende bedrijfsobligaties blijven we negatief. Door de hogere risico-opslagen zijn renteniveaus wel aantrekkelijker, maar we denken dat de economische vooruitzichten nog altijd niet volledig zijn verdisconteerd en eventuele wanbetalingen nog verder zullen oplopen. Dit zal wel minder zijn dan tijdens de laatste financiële crisis.

“

Fed zal na haar laatste rentestap vermoedelijk afwachten tot effecten op inflatie duidelijk zichtbaar zijn

Marktpositionering

BELEGGINGSCATEGORIE	Licht		Neutraal	Licht	
	Onderwogen	onderwogen		overwogen	Overwogen
Aandelen		•			
Staatobligaties		•			
Veilige' bedrijfsobligaties (investment grade)			•		
'Risicovolle' bedrijfsobligaties (high yield)	•				
Vastgoed			•		
Private equity				•	
Cash					•

Bron: Commenda





Uitsluiting van wapens ter discussie vanwege oorlog Oekraïne

Sinds de Russische invasie van de Oekraïne is de discussie over het al dan niet uitsluiten van de wapenindustrie in een verantwoorde beleggingsportefeuille opgeleaid. Vanuit de politiek klinkt de oproep aan private investeerders om beleggingen in de wapenindustrie niet langer uit te sluiten nu vrede in Europa geen vanzelfsprekendheid blijkt. Het (opnieuw) investeren in de wapenindustrie lijkt een logische gedachte om onze vrijheid en democratie en handhaving van onze rechtstaat te waarborgen.

Wij denken echter niet dat investeringen in de wapenindustrie zijn te rijmen met een verantwoord beleggingsbeleid. Niet omdat we denken dat de wereld zonder wapens kan en landen niet het recht hebben om zichzelf te verdedigen. Wel omdat wij denken dat het onethisch is om als investeerder financieel te profiteren van geweld en oorlog. Het primaire belang van de wapenindustrie is immers niet de verdediging van onze vrijheid en democratie, maar het genereren van winst voor aandeelhouders. Van investeren in de wapenindustrie gaat een perverse prikkel uit. Door geweld en oorlog presteert de wapenindustrie financieel beter en profiteert de aandeelhouder.

Wapenindustrie



Bron: Commenda

Daarnaast is er een dunne scheidslijn tussen acceptabele wapens die kunnen worden gebruikt ter zelfverdediging en om selectief mensen te doden en controversiële wapens, zoals mijnen, kern- en clustermunitie, die niet-selectief zijn en (ook) bij aanvallen worden ingezet. Bovendien weet je als belegger nooit zeker of wapens alleen worden gebruikt voor gerechtvaardigde doeleinden, zoals het beschermen van vrijheid en democratie en handhaving van de rechtstaat. Wapensystemen kunnen worden (door)verkocht aan regimes die hun burgers gewelddadig onderdrukken en stelselmatig het oorlogsrecht schenden.

Aangezien er een perverse prikkel van investeringen in de wapenindustrie uitgaat en beleggers niet kunnen voorkomen dat wapens voor verkeerde doeleinden worden gebruikt, denken wij dat uitsluiting van investeringen in de wapenindustrie nog steeds zinvol is.

“

Investeren in de wapenindustrie gaat uit van een perverse prikkel

4