

# UPDATE FINANCIËLE MARKTEN



Deze maand in UFM.

De economie houdt zich in de eerste helft van dit jaar beter dan dat we hadden verwacht. Zowel aandelen als obligaties laten een plus zien. Toch denken we nog steeds dat bij het huidige economische klimaat een voorzichtige beleggingsstrategie past.

*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 veeelvoudigd 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



Amerikaanse arbeidsmarkt blijft op stoom en technische recessie in Europa is een feit

Pag.

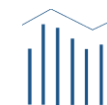
**3** Financiële markten



Aandelen: *The Party Goes On*

Pag.

**4** Financiële markten



Laatste rentestijgingen en verlagingen laten naar verwachting op zich wachten



## Amerikaanse arbeidsmarkt blijft op stoom en technische recessie in Europa is een feit

Het eerste halfjaar van 2023 zit erop en de wereldeconomie heeft zich relatief goed gehouden. Voorlopende indicatoren schetsen echter een steeds minder rooskleurig beeld.

Voor de VS lijkt onze verwachting van een geleidelijke groeivertraging zonder echte krimp vooralsnog de juiste te zijn. In de eerste zes maanden is de economische groei weliswaar minder sterk dan voorheen, maar de economie houdt zich redelijk dankzij inkomensgroei en een arbeidsmarkt die op volle toeren blijft draaien. Vooruitkijkend naar de tweede helft van dit jaar zal het lastig zijn deze huidige groei vol te houden. Consumentenbestedingen stijgen nog slechts marginaal en de extra spaargelden die tijdens de coronapandemie zijn opgebouwd, zijn uitgegeven. De spaarsaldi in de VS zijn historisch laag, evenals het consumentenvertrouwen.

Hoewel in juni zowel headline als kerninflatie dalen, blijft met name de kerninflatie op een hoog niveau. De

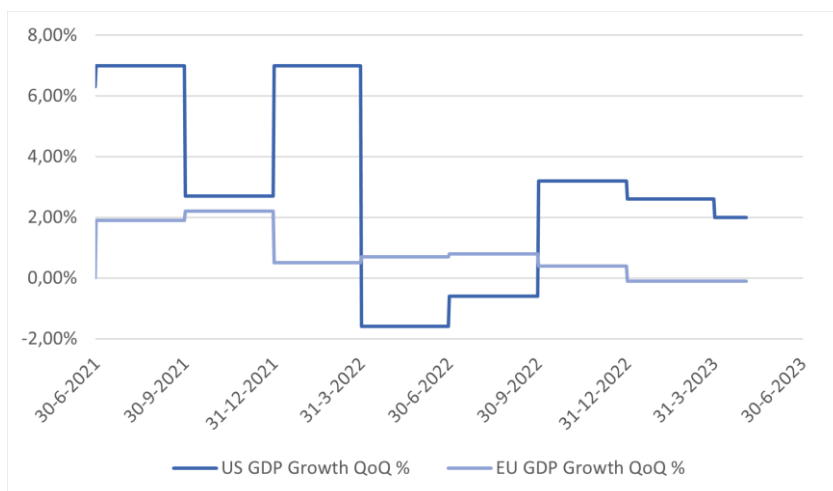
kerninflatie wordt gevoed door de arbeidsmarktkrapte en loonstijgingen. Indien dit doorzet, zal de kerninflatie zeer hardnekkig kunnen blijken en in de komende maanden verder doorwerken in de economische productie.

Ondanks hogere financieringskosten blijft kredietverlening vooralsnog stabiel. Voorlopende indicatoren laten echter zien dat dit niet zo blijft en dat investeringen een knauw krijgen als gevolg van de striktere financieringscondities. Dit zal impact hebben op de totale productie. Daarnaast zullen ook overheidsbestedingen als onderdeel van het Bruto Binnenlands Product (BBP) afnemen en het lijkt een kwestie van tijd totdat ook de arbeidsmarkt daadwerkelijk afkoelt. Wij verwachten dat hierdoor de economische groei verder zal afzwakken maar dat de VS in 2023 gespaard blijft van negatieve groei.

“

Spaarsaldi in de VS zijn historisch laag, evenals het consumentenvertrouwen

Afnemende groeicijfers voor zowel de VS als Europa



Bron: Bloomberg





De Europese economie sputtert. Na twee opeenvolgende kwartalen van negatieve groei (beiden -0,1%) is er technisch gezien sprake van een recessie. In vergelijking met de VS zorgt inflatie in Europa voor meer problemen doordat deze extra is aangewakkerd door de energiecrisis.

De negatieve groei is met name te wijten aan dalende consumenten-uitgaven. Dit resulteert uit het dalende besteedbaar inkomen van mensen als gevolg van de opeenvolgende prijsstijgingen.

Hiernaast bereikt het ondernemersvertrouwen een dieptepunt en als gevolg hiervan daalt economische activiteit voor zowel de goederen- als de dienstensector. Dit, in combinatie met de striktere financieringscondities als gevolg van de hogere rente, zorgt ervoor dat investeringen momenteel achterblijven. Bedrijven kiezen ervoor

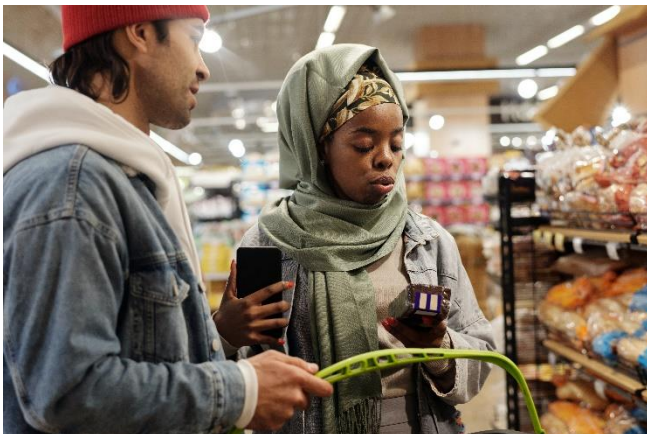
om grote uitgaven zoveel mogelijk uit te stellen. Vooruitkijkend naar de tweede helft van 2023 blijven wij van mening dat in Europa de economische groei over 2023 licht negatief zal zijn.

De voorspelling dat China haar groeiverwachtingen niet kan waarmaken is realiteit geworden. Na een sterk herstel in het eerste kwartaal van 2023 wijzen recente cijfers op een terugval in economische activiteit. De People's Bank of China (PBoC) heeft inmiddels haar verruimende rentebeleid hervat om de economie weer aan te zwengelen. Wij verwachten echter dat de economische groei ook de komende kwartalen tegenvalt ten opzichte van de gestelde doelen.

“

China kan hoge groeiverwachtingen niet waarmaken

Consumentenbestedingen dalen



Bron: Pexels

# 2

COMMENDA



## Aandelen: *The Party Goes On?*

Doordat de wereldeconomie zich relatief goed heeft gehouden, zijn aandelenbeleggers nog altijd optimistisch. Aandelen laten in de eerste helft van het jaar een positief rendement zien. Tekenen van dalende inflatie en de hoog gebleven winstverwachtingen bieden steun. Dat de economische groei begint te vertragen, de kerninflatie hoog blijft en beleidsrentes langer hoog blijven dan verwacht, deert aandelenbeleggers (vooralsnog) niet.

In de outlook voor 2023 hebben we aangegeven dat we licht negatief zijn over aandelen, totdat de markt rekening gaat houden met een winstrecessie. Zoals te lezen valt in de eerdere updates is dit tot op heden nog niet het geval. Analisten gaan uit van een stabiel blijvende winst voor 2023 en een winststijging van 10% voor 2024. Wij vinden deze verwachtingen voor winstgroei nog altijd te rooskleurig.

De economische activiteit neemt af en tegelijkertijd stijgen arbeidskosten. Maar werkgevers zullen de arbeidskrachten die zij over de afgelopen jaren met veel moeite hebben aangetrokken niet snel willen ontslaan. Hierdoor ontstaat de keuze voor de werkgever: of de marge op de omzet daalt, of de overtollige werknemers worden ontslagen. Beide keuzes hebben een negatief effect op de winst.

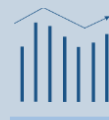
De aandelenmarkten hebben een tegengestelde beweging gemaakt over het laatste half jaar. Positieve bijstellingen in winstverwachtingen en optimisme rond AI hebben koersen flink laten oplopen.

Wij zijn nog steeds van mening dat een winstrecessie voor de tweede helft van het jaar aannemelijk is, iets dat voorlopende indicatoren ook lijken te voorspellen.

“

Afzwakkende economische groei heeft voorlopig nog geen impact op aandelenmarkten

3



## Laatste rentestijgingen, verlagingen laten naar verwachting op zich wachten

Obligatiebeleggers zijn een stuk behoudender. Zij hebben meer oog voor de recente economische groei-afzwakking. De verwachting dat de ingezette weg van renteverhogingen in 2022 zich tijdens het eerste halfjaar van 2023 zou doorzetten, is gegrond geweest. De rentepiek komt wel steeds dichterbij, gezien de verlaging van het tempo waarin renteverhogingen plaatsvinden.

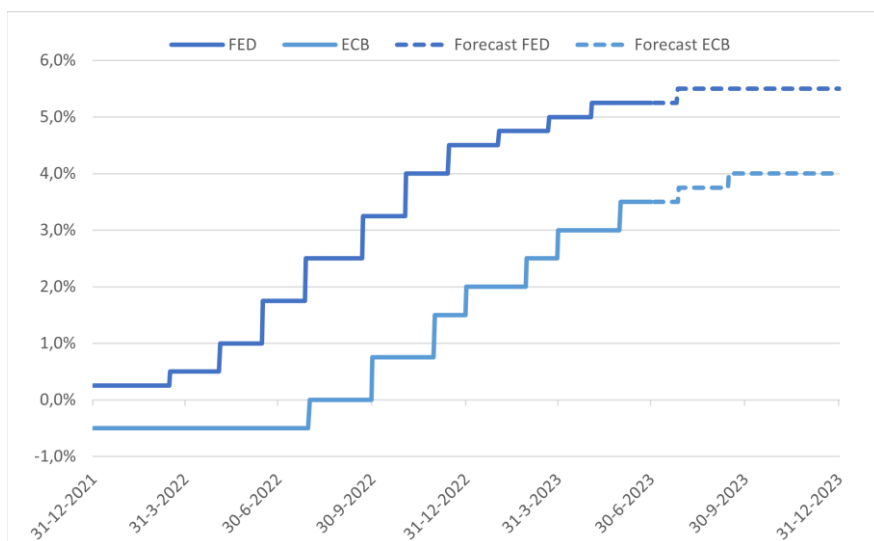
Toch lijken centrale bankiers nog niet klaar te zijn met het verhogen van de beleidsrente. De dot plot met verwachtingen omtrent het Amerikaanse rentebeleid bevestigt dat een ruime meerderheid van de ondervraagden nog minimaal twee renteverhogingen van 0,25% voorziet. De markten, gemeten aan *futures* data, sorteren voor op een verhoging van 0,25% in juli.

Het einde van de verkrapingscyclus is met name in de VS nabij. Echter, de centrale bank presidenten blijven op hun hoede. Dit is ook te merken aan opmerkingen tijdens de paneldiscussie op de jaarlijkse conferentie van de Europese Centrale Bank (ECB) in het Portugese Sintra waar in juni alle bankpresidenten aanschuiven. Federal Reserve (Fed)-president Powell geeft aan dat hij opeenvolgende renteverhogingen de komende maanden niet uitsluit en dat hij niet verwacht dat kerninflatie onder de 2% komt vóór 2025. Betreffende het beleid van de ECB en de Bank of England (BOE) beperken Lagarde en Bailey zich tot het herbevestigen van het feit dat het indammen van inflatie de hoogste prioriteit heeft.

“

Centrale bankiers onthouden zich van positivisme tijdens jaarlijkse conferentie

Ontwikkeling beleidsrentes



Bron: Bloomberg

# 4



In onze outlook gaven wij aan dat mogelijke forward guidance, hintend op renteverlagingen, positief zou kunnen zijn voor de obligatiekoersen eind 2023. Doordat centrale banken naar verwachting langer blijven vasthouden aan hogere rentestanden worden de eerste renteverlagingen door de markt pas eind Q1 2024 ingeprijsd. Wij blijven vasthouden aan onze licht onderwogen positie voor staatsobligaties.

Het instapmoment voor obligaties komt wel steeds dichterbij. In dit geval kan er duratie worden toegevoegd aan de portefeuille om meer te profiteren van de verwachte rentedalingen.

Kijkend naar bedrijfsobligaties is de situatie weinig veranderd ten opzichte van zes maanden geleden. Echter verwachten wij dat dit in het tweede helft van het jaar verandert. Onzes inziens blijven risico-opslagen te laag gegeven de verwachte economische situatie van afzwakkende groei.

Faillissementscijfers zijn vooralsnog laag omdat bedrijven in eerdere jaren zeer goedkoop kapitaal hebben kunnen ophalen. Echter de herfinancieringsrisico's door de hoge rente kunnen op korte termijn voor problemen zorgen. Dit onderliggend risico lijkt nog niet verdisconteerd in de huidige risico-opslagen.

Door de aantrekkelijke hoge yields zijn we iets positiever over Investment Grade bedrijfsobligaties, maar wat High Yield betreft zijn we negatiever geworden vanwege de relatief lage risicovergoeding voor het hogere risico.

Wij handhaven een voorzichtige beleggingsstrategie. Zwakke economische groei, nog altijd hoge inflatie, krap monetair beleid en te optimistische winstverwachtingen vormen een negatief klimaat voor risicovolle beleggingscategorieën zoals aandelen.

## 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

