

UPDATE FINANCIËLE MARKTEN



Deze maand in UFM.

Ondanks verder verslechterende voorlopende indicatoren komen er sterke economische cijfers vanuit de VS. Europa laat een marginaal herstel zien. Te hoge kerninflatie blijft aanhouden. Kwartaalcijfers op de beurs opnieuw beter dan verwacht en de Amerikaanse 10-jaarsrente komt weer boven de 4%. Tot slot: hervormingen op Japanse beurs bieden mogelijkheden.

*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



Sterke economische cijfers in Amerika en marginale verbetering in Europa

Pag.

3 Financiële markten



Kwartaalcijfers bedrijven beter dan verwacht

Pag.

4 Financiële markten



Hernieuwde renteverhogingen en een stijgende langetermijnrente

Pag.

6 Focus: Japan



Rijst de zon weer?



Sterke economische cijfers in de VS en marginale verbetering in Europa

Economische cijfers vallen deze maand mee en zorgen voor optimisme op financiële markten. Met name in de VS is er goed nieuws te rapporteren. Het Bruto Binnenlands Product (BBP) groeit boven verwachting. Hiernaast laten banenmarkten opnieuw een sterke stijging in het aantal banen zien. De inflatie daalt nog steeds ten opzichte van het afgelopen jaar voor zowel de VS als de Eurozone en de kerninflatie blijft in beide regio's hardnekkig hoog. Onderliggend blijft het de vraag of een recessie daadwerkelijk is afgewend of dat het optimisme van korte duur blijkt.

De Amerikaanse economie groeit in het tweede kwartaal met 2,4% (op jaarbasis). De stijging is voornamelijk toe te wijzen aan een toename in bedrijfsinvesteringen. Echter is er niet alleen maar goed nieuws; consumentenuitgaven stijgen minder sterk dan de maanden hiervoor. Dit sluit aan bij de in eerdere updates reeds genoemde voorlopende indicatoren die nog steeds rood knipperen en wijzen op een aankomende recessie. De Leading Economic Indicator (LEI) index in de VS die deze indicatoren combineert, is voor de 15e maand achtereen negatief. Dit is de langste periode sinds de financiële crisis van 2007-2008 en dit staat in schril contrast met de werkelijke groeicijfers die grotendeels positief zijn.

Ook in de Eurozone neemt de economische groei toe in het tweede kwartaal met 0,3% ten opzichte van een jaar eerder. Dit is een positieve omslag na twee kwartalen van marginale krimp. Echter lopen de cijfers van de verschillende lidstaten ver uiteen. Zonder de bijdrage van Frankrijk en Ierland zou groei per saldo 0% zijn. Op basis van de tot nu toe beschikbare data stevent de Europese economie de komende kwartalen eerder af op een recessie dan op een expansie. Dit sluit nog steeds aan bij onze eerdere verwachtingen.

Een belangrijke factor voor een (milde) recessie in met name de VS aan het eind van 2023 is de onzekerheid rondom de finale rentestand en de mogelijke negatieve impact hiervan. Tot de mogelijkheden behoren striktere financieringscondities en hogere prijzen. Het feit dat inflatie in juli verder daalt is positief. Echter blijft de kerninflatie opnieuw stabiel en hardnekkig hoog. Daarnaast lijken de markten toch echt rekening te houden met hogere toekomstige inflatie aangezien de 5-jaars-5-jaars-inflatieverwachting (de verwachte 5-jaars inflatie over 5 jaar) voor de VS oploopt. Dit kan een signaal zijn dat structureel lage inflatieverwachtingen minder verankerd beginnen te raken.

“

Voorlopende economische indicatoren blijven op rood staan ondanks positieve werkelijke groeicijfers.





Ook in Europa lopen de lange termijn verwachtingen voor inflatie gestaag op. De totale inflatie daalt over de maand juli, maar kerninflatie blijft gelijk. Met 5,5% ligt deze nog steeds flink hoger dan het gewenste niveau van de ECB (2%).

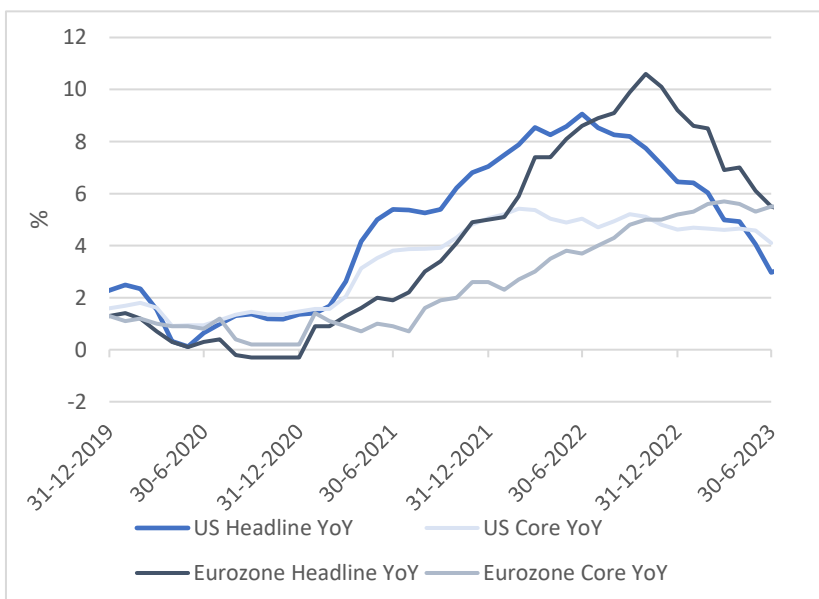
De terugval in de groei van de Chinese economie wordt steeds duidelijker. Het BBP groeit weliswaar met 6,3% in het tweede kwartaal ten opzichte van afgelopen jaar, echter deze stijging is voornamelijk toe te wijzen aan het lage uitgangspunt. Op kwartaalbasis is de stijging 0,8%. Beide cijfers zijn significant lager dan verwacht en beneden de doelstelling van de Chinese overheid.

Naast tegenvallende groei heeft China een inflatieprobleem. Waar ontwikkelde economieën verward zijn in een strijd tegen een te hoge inflatie, daalt de consumenten-prijsindex (CPI) in China juist.

Groeiverwachtingen en de economische vooruitzichten zijn weinig rooskleurig. Dit betekent voor het eerst in twee jaar dat sprake is van deflatie. Dit is een nieuwe zorg voor de Chinese overheid aangezien dit zal vragen om fiscale stimuli om de reeds sputterende economie weer aan te zwengelen. Gecombineerd met de reeds extreem hoge schuldenberg en hoge jeugdwerkloosheid staan de autoriteiten voor een enorme uitdaging. Men geeft aan de economie met kracht en precisie te zullen stimuleren, maar het is de vraag of dit gaat lukken. Voorlopig blijft China, conform onze verwachtingen, achter bij haar eigen economische doelstellingen.

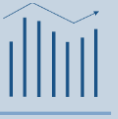
“ Naast tegenvallende groei kampt de Chinese economie nu ook met een deflatieprobleem.

Kerninflatie houdt aan



Bron: Bloomberg





Kwartaalcijfers bedrijven beter dan verwacht

Aandelenmarkten stijgen in juli sterk in zowel ontwikkelde als opkomende markten. Ontwikkelde economieën blijven het opvallend goed doen, ondanks hoge rentestanden en de verkrappingscyclus van centrale banken. In juli heeft het gros van de beursgenoteerde bedrijven de cijfers over het tweede kwartaal bekend gemaakt. Van de Amerikaanse bedrijven die hebben gerapporteerd, heeft 79% beter gepresteerd dan verwacht. Dit zijn goede cijfers, maar er zijn kanttekeningen te plaatsen.

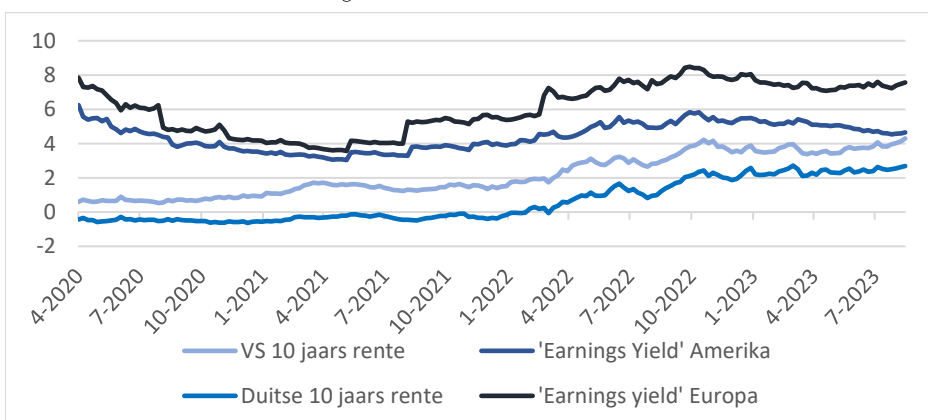
Van de S&P500 index is jaar op jaar de winst met 5,2% gedaald. Tegelijkertijd staat de index op dezelfde hoogte als een jaar geleden. Dit valt moeilijk te rijmen met de sterk gestegen rente en verslechterde macro-economische omstandigheden. De rente op Amerikaanse staatsobligaties is bijna gelijk aan de 'earnings yield', het winstrendement van een belegging. Dit is hoogst uitzonderlijk aangezien er normaliter een risicopremie wordt gevraagd voor het hogere risico van investeren in aandelen.

In de pan-Europese Stoxx 600 aandelenindex presteert 55% van de bedrijven boven verwachting. Dit is lager dan in de VS, maar een procentpunt hoger dan het historisch gemiddelde. In Europa dalen de winstcijfers op jaarbasis met 4,8%. De koersstijging is lager dan in de VS, net als de rente welke daarnaast minder is gestegen afgelopen jaar. Ook de koers/winstverhouding van 14x is aantrekkelijker dan in de VS. Wij zijn hierom positiever over Europese aandelen dan de duurere Amerikaans aandelen.

Opkomende markten presteren goed door de verwachte financiële stimuli door de Chinese overheid. De maatregelen om de economie na Corona verder uit het slop te trekken en de deflatie aan te pakken, zouden positieve effecten kunnen hebben op Chinese beursgenoteerde bedrijven. Hoe ver de centrale overheid kan en wil gaan in haar stimulering is echter nog onzeker.

“ Van de Amerikaanse bedrijven die hebben gerapporteerd, heeft 79% beter gepresteerd dan verwacht. Er zijn echter kanttekeningen te plaatsen.

Risico aandelen steeds minder vergoed





Hernieuwde renteverhogingen en een stijgende lange rente

Vastrentende waarden laten over het algemeen een positief rendement zien over de maand juli. Staatsobligaties blijven hierbij achter ten opzichte van bedrijfsobligaties. Het einde van de cyclus komt dichterbij en in de markt groeit de hoop op een 'soft landing'. Echter betekent een soft landing geen einde van de cyclus. Onderliggende financieringsrisico's door opgelopen rentes blijven aanwezig.

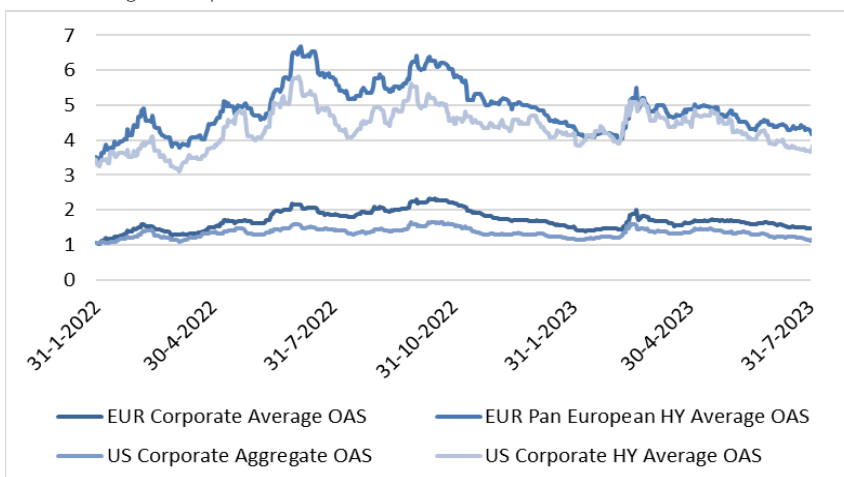
De Fed verhoogt eind juli haar beleidsrente met 0,25%. Ondanks dat ontwikkelingen rondom inflatie positief zijn, blijft de president van de Fed Powell opnieuw voorzichtig. Financiële markten lijken de conclusie te trekken dat dit voorlopig de laatste renteverhoging is in de VS. De markten voorzien in 2024 een serie renteverlagingen.

Gegeven de huidige inflatie en de oplopende inflatieverwachting achten wij de kans hierop echter klein. Tenzij er echt een sterke recessie optreedt en de Fed zich genoodzaakt ziet de rentes direct weer te verlagen om de economie te stimuleren.

In Europa heeft de Europese Centrale Bank (ECB) haar beleidsrente verhoogd naar 3,75%. Gezien de onderliggende hoge kerninflatie, welke ongewijzigd blijft, achten wij de kans aanwezig dat er nog een laatste renteverhoging in het vat zit. Daarnaast blijft men steeds verder weg van zogeheten forward guidance betreffende renteverlagingen. Zolang een 'hard landing' wordt voorkomen, verwachten we dat de ECB de gevolgen van het huidige beleid zoveel mogelijk zal afwachten. Dit geldt ook voor de Fed in de VS.

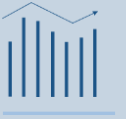
“Centrale bankiers onthouden zich van forward guidance met het oog op toekomstige renteverlagingen.

Ontwikkeling credit spreads



Bron: Bloomberg





De vorm van de rentecurves laat een lichte kentering zien. Langlopende rentes lijken verder op te lopen. Rentes op kortere looptijden zakken wat in met uitzondering van de geldmarktrente (ultrakort). Deze stijgt door als gevolg van de hogere beleidsrentes. De 10-jaarsrente in de VS kwam voor het eerst sinds maart van dit jaar weer boven de 4%. De vorige keer dat dit gebeurde, heeft het voor grote onrust gezorgd binnen de financiële sector, met onder andere het faillissement van Silicon Valley Bank (SVB). De tijd moet uitwijzen of dergelijke partijen geleerd hebben van eerdere ontwikkelingen dit jaar.

Wat betreft Investment Grade en High Yield bedrijfsobligaties blijven spreads vooralsnog op een vergelijkbaar niveau. Er is nog geen sprake van een toename in het aantal faillissementen. De meeste bedrijven lijken zich voorlopig aan te kunnen passen aan hogere rentestanden. Door de rente en het lagere risico blijft met name de investment grade-categorie relatief aantrekkelijk. Zolang faillissementen uitblijven en de spreads niet te snel oplopen, zou de High Yield-categorie op termijn aantrekkelijker kunnen worden. Vooralsnog verbinden wij hier geen conclusies aan. Wij verwachten namelijk dat er een milde recessie komt, waarbij faillissementscijfers boven het historische gemiddelde uit zullen komen en credit spreads wijder zullen worden.

Marktpositionering

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

Bron Commenda





Het eerste halfjaar van 2023 is voor de Japanse aandelenmarkt zeer goed verlopen. De sterke koersontwikkeling heeft een aantal onderliggende redenen die wij in dit focusartikel verder toelichten.

Lage rente, zwakke Yen

Het Japanse monetaire beleid staat bekend om haar zeer lage rente. Tussen 2008 en 2022 daalde deze rente net als in andere ontwikkelde landen tot onder het nulpunt. Maar waar vrijwel alle centrale banken wereldwijd rentes liet stijgen ter bestrijding van inflatie, heeft Japan een ander pad gevolgd. De Bank of Japan (BOJ) heeft de rente onder de 0% gehouden. Door het groeiende verschil tussen de Japanse en buitenlandse rentes verzwakt de Yen. Daarentegen maakt de zwakkere munt Japanse export aantrekkelijk, wat vervolgens de economie doet aantrekken. Maar de sterke economie en export drijft de inflatie op en de inflatie in Japan is nu meer dan een jaar boven de doelstelling van gelijk of lager dan 2%. Een einde aan het rentebeleid is vaak voorspeld, maar dit blijft uit en het is de vraag of de centrale bank de staatsrente weer gaat laat oplopen.

Beurs Tokio maant tot actie

In Japan zijn de bestuurders van bedrijven veelal verantwoordelijk voor een zeer conservatieve manier van de allocatie van kapitaal en het aanhouden van veel cash. Dit heeft als resultaat dat 60% van de Japanse ondernemingen een rendement op het eigen vermogen heeft van minder dan 8% en een lagere beurswaarde dan boekwaarde heeft. Besturen in zien de aandeelhouder maar al te vaak als vijand in plaats van eigenaar van het bedrijf.

Begin dit jaar heeft de Beurs van Tokio hervormingen voor beursgenoteerde bedrijven aangekondigd om het rendement op eigen vermogen te vergroten en

Zwakke Yen ten opzichte van US Dollar



Bron Bloomberg





De ondernemingen moeten uitleggen hoe zij verwachten dit te bereiken. Bedrijven die het niet lukt om hun kapitaal efficiënter te gebruiken, lopen het risico om 2026 uit de beurs gezet te worden (de-listing). Daarnaast moeten publicaties ook in het Engels uit gegeven worden. Door het de-listing mechanisme is er goede hoop dat eerder gemaakte beloftes nu wel worden nagekomen en het nu niet alleen bij goede woorden blijft.

Dageraad

De uitgave van de opgepote honderden miljarden Yen op bedrijfsbalansen voor investeringen in nieuwe technologie, automatisering, machines, aandelen inkoopprogramma's en dividenduitkeringen kan de Japanse economie een zeer gewenste groeispurt geven.

De eerste seinen staan op groen; zo is een aantal grote bedrijven begonnen met aandeleninkoopprogramma's. De komende jaren moeten uitwijzen of de beurs, aandeelhouders, overheid en concurrenten de Japanse bedrijfsbesturen deze richting op kunnen laten volgen.

Binnen onze visie op aandelen met een voorkeur voor defensieve en waarde gerichte aandelen, passen Japanse Large-caps goed. De relatief goedkope waarderingen in combinatie met verbeterde winstgevendheid van de ondernemingen kan een potentieel interessante investeringsmogelijkheid bieden.

Rijst de zon weer op de beurs in Tokio?



Bron Pixabay

