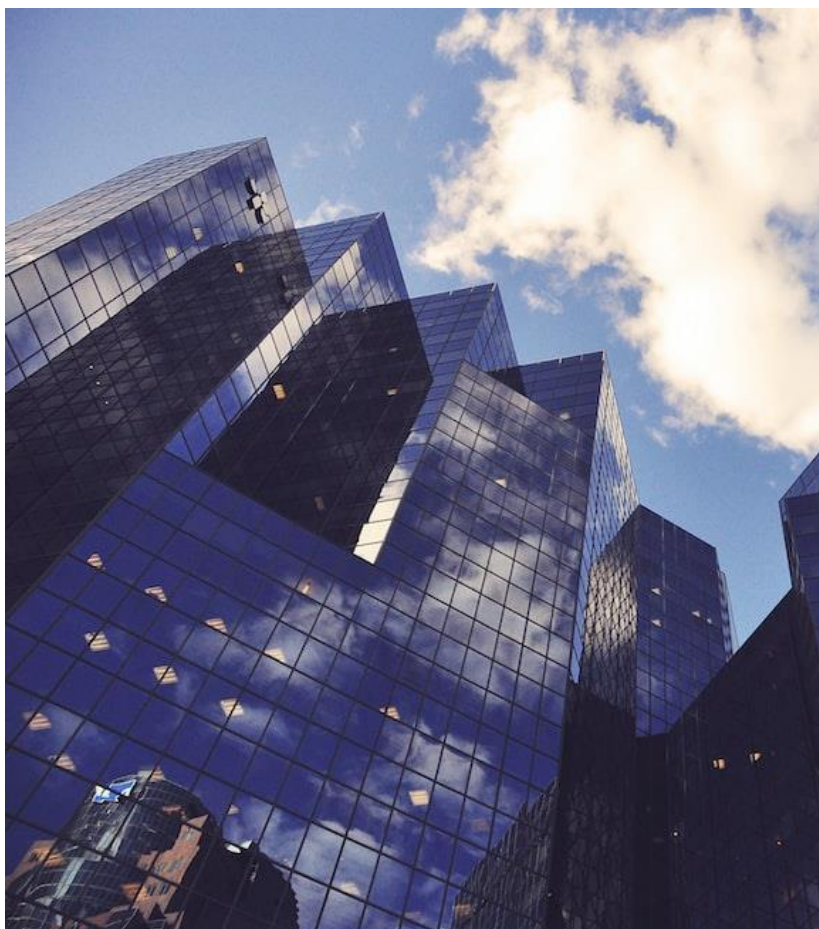


# UPDATE FINANCIËLE MARKTEN



Deze maand in UFM.

Het IMF publiceert haar verwachtingen omtrent economische groei: de divergentie tussen Europa en de VS groeit. In de VS wordt een 'shutdown' van de overheid voorkomen. Rentes blijven hoog en bieden nieuwe mogelijkheden voor vastrentende waarden. Echter, voor defensieve bedrijven creëren deze rentes zorgen omtrent schuldenniveaus. We zijn geschokt door de aanval van Hamas en de vergeldingen van het Israëlisch leger.

*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



Nieuwe verwachtingen groeicijfers IMF laten divergentie zien

Pag.

**3**

Financiën



Hoge rentes houden aan, zorgen om schuldenniveaus defensieve bedrijven



## Nieuwe verwachtingen groeicijfers IMF laten divergentie zien

De economische ontwikkelingen in september passen binnen de trend van de afgelopen maanden. Inflatie daalt gestaag, maar de kerninflatie daalt langzaam. De centrale banken blijven scherp op inflatie en hebben reeds aangegeven dat hogere rentes voor een langere periode nodig zijn om inflatie tegen te gaan. Dit beeld wordt bevestigd door de nieuwe economische ramingen die het IMF begin oktober publiceert. De verwachtingen voor wereldwijde inflatie voor 2023 en 2024 zijn naar boven bijgesteld en zullen naar verwachting niet eerder dan 2025 herstellen.

De hoge rentes eisen voorlopig vooral haar tol op de economische groei van ontwikkelde economieën en met name Europa. Hogere rentes leiden tot striktere financieringsvoorwaarden die een rem zetten op investeringen en algehele economische activiteit. Daarnaast beginnen faillissementen toe te nemen (Nederlandse voorbeelden zijn BCC en Big Bazar) als gevolg van hogere financieringskosten. De economische groeiverwachting van de eurozone zakt naar 0,7% voor 2023 en voor 2024 wordt een groei van 1,2% verwacht. Dit als gevolg van bijstellingen van respectievelijk -0,2% en -0,3% in drie maanden tijd.

De oorzaken voor de negatieve aanpassingen zijn met name de aanhoudende hoge prijzen en hiermee dalende consumentenbestedingen. De spaarsaldi uit de Covid-periode blijven afnemen en het inhaaleffect van uitgestelde consumptie lijkt nu volledig uitgewerkt te zijn.

De Amerikaanse economie blijft voorsnog het meest veerkrachtig en laat positieve cijfers zien. Het IMF stelt haar verwachtingen zelfs naar boven bij voor de VS. Voor 2023 en 2024 wordt nu een groei van 2,1% en 1,5% verwacht. Hiermee zijn de verwachtingen respectievelijk 0,3% en 0,5% hoger dan de ramingen van juli. Dit komt voornamelijk door de positieve consumptie en sterke banencijfers. Ook de werkloosheid zal minder stijgen dan initieel verwacht.

Echter, inflatie als gevolg van een loon-prijsspiraal blijft een risico in de VS. De macht van opvallend sterke vakbonden die in staat zijn loonsverhogingen te bedingen lijkt hier groter te zijn dan in Europa. Daarnaast is de banenmarkt een stuk flexibeler dan in Europa wat kan leiden tot snellere loonstijgingen in tijden van krapte.

“

VS behoudt haar economische voorsprong op Europa, maar voor hoe lang nog?

Groeiverwachtingen IMF oktober 2023

Economie	2022	Groeivoorspelling (%)		Delta t.o.v. juli update (%-punt)		Delta t.o.v. april update (%-punt)	
		2023	2024	2023	2024	2023	2024
Wereld	3,5	3,0	2,9	0,0	-0,1	0,2	-0,1
Verenigde Staten	2,1	2,1	1,5	0,3	0,5	0,5	0,4
Euro Area	3,3	0,7	1,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2
Japan	1,0	2,0	1,0	0,6	0,0	0,7	0,0
China	3,0	5,0	4,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3

Bron IMF





## Wederom is een 'shutdown' in VS voorkomen, maar voor hoe lang nog?

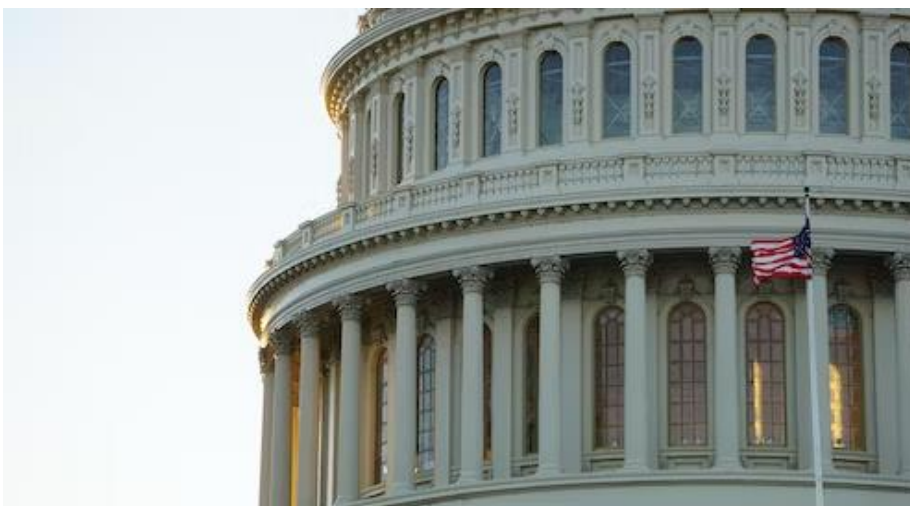
In de VS proberen ultra conservatieve Republikeinen in het huis van afgevaardigden al geruime tijd begrotingsakkoorden te voorkomen. In september wordt opnieuw ternauwernood een 'shutdown' van de overheid voorkomen door een laat akkoord op de begroting voor de komende 45 dagen. Echter, dit heeft 'House-speaker' Kevin McCarthy (Republikein) zijn baan gekost en het is maar de vraag hoe ditzelfde proces in november zal verlopen, wanneer de huidige begrotingstermijn afloopt.

De risico's die samenhangen met de voorspellingen voor economische groei zijn meer uitgebalanceerd vergeleken met die het begin van het jaar. De kans op een 'harde landing' is afgenomen, maar de vooruitzichten en vooroplopende indicatoren blijven voornamelijk negatief.

Opkomende economieën lijken vooralsnog minder last te hebben van tegenvallende groei. Echter, grote uitzondering hierop is China met problemen in de vastgoedsector, deflatie en een gedaald consumentenvertrouwen.

“

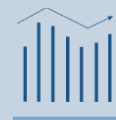
Opkomende economieën hebben betere groeivoorzichten dan ontwikkelde economieën



Bron Unsplash Images

2

COMMENDA



## Rentes blijven hoog, mogelijkheden voor obligaties nemen toe

Naast aandelen noteren ook de koersen van obligaties een negatief rendement voor september. Dit vanwege de rentes welke, voornamelijk in de VS, hard stijgen. De 10 jaarrente in de VS steeg van 4,09% naar 4,58% met een piek op 4,81%. Dit is de hoogste rentestand sinds de financiële crisis van 2008.

Ook in Europa stijgen met de name de lange rentes. De Duitse 10 jaarrente neemt toe van 2,44% naar 2,84% met een piek op 2,95%. Het feit dat met name de langere rentes oplopen, betekent dat de yield curve minder invers wordt; de korte rente is nog steeds wel hoger dan de lange rente maar het verschil daartussen wordt kleiner. Om dit volledig om te keren naar een normale curve zal óf de lange rente nog verder moeten stijgen, óf de korte rente zal moeten dalen, óf een combinatie van beiden. Wij verwachten dat de curve steiler zal worden en dat op de middellange termijn (met name korte) rentes zullen zakken. De beleidsrenteverhoging van de ECB in september van 0,25% naar 4,5%, om duidelijk te maken dat de ECB serieus blijft in haar strijd tegen inflatie, is waarschijnlijk de laatste verhoging in deze cyclus. Dit, in combinatie met de normalisatie van de curves, zorgt ervoor dat het verhogen van het aandeel obligaties met een lange looptijd binnen de portefeuille aantrekkelijker wordt.

Dit geldt met name voor staatsobligaties van ontwikkelde landen waarbij het risico op wanbetalingen klein is. Dit is de reden dat wij de positie van staatsobligaties hebben gewijzigd van 'licht onderwogen' naar 'neutraal'.

Hier tegenover staat een iets negatievere visie op 'investment grade' bedrijfsobligaties voor de kortere termijn (tot 1 jaar). De toename van het aantal faillissementen als gevolg van de hoge herfinancieringskosten lijkt vooralsnog niet gereflecteerd te worden in de credit spreads. De spreads zijn de afgelopen maand wel iets toegenomen en het couponrendement blijft hoog, maar geven naar onze mening nog onvoldoende compensatie voor het toegenomen risico binnen deze categorie. Onze verwachting is dat het aantal faillissementen verder zal toenemen. Historisch gezien vindt de piek in faillissementen pas plaats nadat de rente gepiekt heeft. Dit zorgt ervoor dat spreads weer wijder kunnen worden en creëert een beter instapmoment voor bedrijfsobligaties.

“ Faillissementscijfers nemen langzaam toe. Wij verwachten nog een echte credit-cyclus

Marktpositionering

BELEGGINGSCATEGORIE	Licht onderwogen		Neutraal	Licht overwogen	
	Onderwogen				Overwogen
Aandelen		●			
Staatsobligaties		→	●		
Veilige' bedrijfsobligaties (investment grade)		●	←		
'Risicovolle' bedrijfsobligaties (high yield)	●				
Vastgoed			●		
Private equity				●	
Cash					●

Bron Commenda





## Zorgen om schuldenniveaus defensieve bedrijven

De markten hebben in september met zowel een stijgende korte- als lange rente te maken. Groeibedrijven in de tech sector behoren tot de slechtst presterende bedrijven. Bij een groeibedrijf liggen de meeste winsten namelijk in de toekomst, waardoor de waardering nu sterker neerwaarts moet worden bijgesteld dan bij bedrijven die hun winst vooral in de nabije toekomst genereren.

Niet alleen groeibedrijven ondervinden hinder van de stijgende rente. Ook bedrijven met een relatief hoge schuldenpositie komen onder een vergrootglas te liggen omdat ze te maken krijgen met toenemende herfinancieringsrisico's.

Een bedrijf met een lage schuldpositie kan ervoor kiezen om de lening af te betalen en geen nieuwe lening af te sluiten. Een bedrijf met een schuldpositie die vele malen hoger is dan de winst kan echter niet al haar leningen op deze wijze aflossen. Zij hebben drie opties.

De eerste is herfinancieren van de lening tegen een (veel) hogere rente. Hierdoor stijgen de lasten en daalt de winstmarge. Dit zien beleggers niet graag omdat er minder overblijft voor aandeelhouder en er minder kasstroom is om groeiprojecten te financieren.

De tweede optie is afbetalen van de lening met de uitgifte van nieuwe aandelen. Ook dit is niet gewenst; met het onzeker beleggingssentiment zal er weinig animo zijn om aandelen te kopen. Daarnaast verwateren huidige aandeelhouders waardoor zij toekomstige winsten zullen moeten delen met meer beleggers.

De derde optie is het verkopen van bedrijfsonderdelen. Dit is eveneens ongewenst omdat de capaciteit om inkomsten te genereren daalt en een krimpend bedrijf niet vaak een gewenste investering is.

Door stabiele en voorspelbare inkomsten van defensieve bedrijven, kwamen zij voorheen relatief gemakkelijk aan leningen. In september is echter ook voor deze bedrijven de houdbaarheid van hogere lange rentelasten problematisch geworden, met forse koersverliezen tot gevolg. Amerikaans beursgenoteerd vastgoed (-7.23%) en nutsbedrijven (-5.64%) worden hierdoor hard geraakt. Een van de meest negatieve uitschieters is het grootste beursgenoteerde nutsbedrijf ter wereld, NextEra Energy in Amerika, dat in waarde daalt met maar liefst 22%.

“

Groeibedrijven in de tech sector een van slechtst presterende sectoren

4



## Escalatie van het Israëliisch-Palestijns conflict

Op 7 oktober worden we verrast door de aanval van Hamas vanuit Gaza. De gruwelijkheden die worden aangericht en de vergeldingen van het Israëliische leger zorgen voor een heftige opleving van het Israëliisch-Palestijnse conflict waarbij wordt gevreesd voor verdere escalaties.

Hoewel de impact voor de bevolking van Israël en de Palestijnse gebieden en de landen in de regio ongekend is, is de impact op de globale financiële markten vooralsnog gering. Het is wel reden om voorzichtig te zijn. Escalatie tot een breder conflict kan effecten hebben op de olieprijs, in het bijzonder als Iran direct betrokken raakt. Ook kan de rente op de veilige staatsobligaties dalen door een vlucht naar zekerheid. Komende maand gaan we dieper in op de situatie en eventuele gevolgen hiervan op de financiële markten.



Bron Pexels

# 5

COMMENDA