

UPDATE FINANCIËLE MARKTEN



Deze maand in UFM.

De Amerikaanse economie blijft goed draaien. Waar in de VS consumentenuitgaven toenemen, dalen ze in Europa. Een PMI onder de 50 duidt op krimp in de dienstensector. Het cijferseizoen is begonnen; bedrijven presteren beter dan verwacht, echter marktwaardes dalen. In de focus komen we terug op de escalatie in Israël en de Palestijnse gebieden en maken we een inschatting van mogelijke financiële en economische gevolgen.

*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.

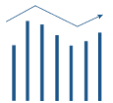
1 Economie



Amerikaanse economie opnieuw sterker dan verwacht. Krimp in dienstensector in Europa.

Pag.

3 Financiën



Kapitaalmarktrentes in VS blijven stijgen, centrale banken drukken op pauzeknop.

Pag.

5 Focus



Israël en Gaza



Amerikaanse economie denderd door, inflatie en BBP stijgen

Eind oktober worden de groeicijfers over het derde kwartaal van dit jaar bekend. Het reële Bruto Binnenlands Product (BBP) van de VS stijgt met 4,9%. Dit is hoger dan de consensusverwachting van 4,5%. De groei wordt met name gedragen door de toename in consumentenuitgaven zoals duidelijk blijkt uit de figuur onderaan de pagina.

Dat consumentenuitgaven zijn toegenomen, is opmerkelijk te noemen. Namelijk, het besteedbare inkomen van Amerikanen daalt. Het huidige consumptiepatroon is dus niet houdbaar op de lange termijn. Daarnaast zorgen de opnieuw afnemende spaarsaldi als gevolg van inflatie, verder toenemende schuldenniveaus en verplichte terugbetalingen op leningen aan studenten ervoor dat de druk op uitgaven verder zal toenemen. Wij verwachten dat in het komend jaar consumentenuitgaven negatief bijdragen aan de economische groei en dat de economische groei zeker zal afnemen. Of dit zal zorgen voor contractie, is nog onduidelijk.

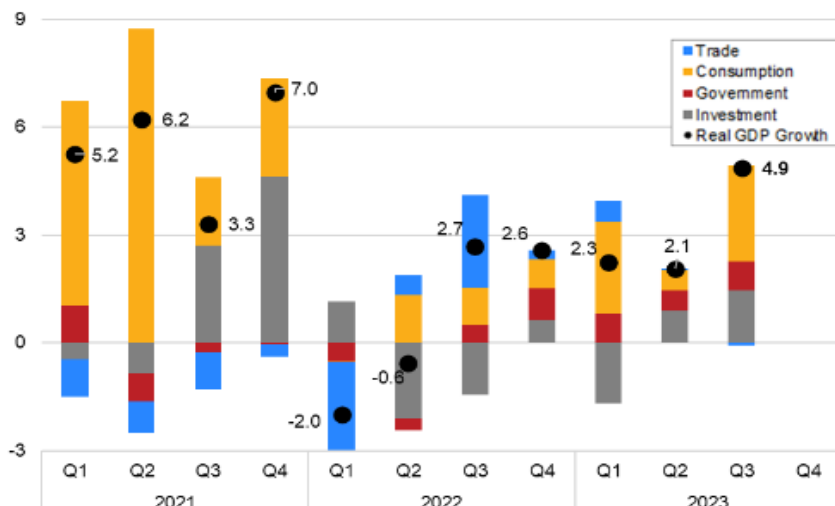
Naast de consumentenbestedingen dragen overheidsuitgaven sterk bij aan economische groei in Q3. Investerings zijn positief in het afgelopen kwartaal. Echter, deze bijdrage wordt voornamelijk verklaard door een stijging in private voorraden. In de meeste gevallen duidt dit op een toekomstige afname in productie, wat aansluit bij vooroplopende indicatoren welke opnieuw negatiever zijn geworden in september.

De inflatiecijfers voor de VS over september zijn ook bekend gemaakt. De totale inflatie blijft op jaarbasis gelijk voor de VS, echter de kerninflatie neemt maand-op-maand gezien toe. Aangezien deze cijfers door de Fed vaak als sturingsmiddel worden gebruikt, wordt de kans op een volgende rentestijging weer iets groter geacht doordat de economie nog onvoldoende is afgeremd.

“

Zowel inflatie als economische groei nemen toe. Grijpt de Fed opnieuw in?

Opbouw BBP groei Verenigde Staten per kwartaal 2021-2023





Economische groei Eurozone blijft zwak

Waar economische groei in de VS telkens de verwachtingen overtreft, is dit in Europa en specifiek de Eurozone een ander verhaal. Economische groei komt voor Q3 uit op -0,1% ten opzichte van Q2. Dit is in lijn met eerdere kwartaalcijfers van dit jaar.

Consumentenuitgaven komen steeds meer onder druk te staan door striktere financieringsvoorwaarden die door banken worden opgelegd. Het wordt steeds moeilijker om het huidige consumptie patroon vol te houden.

De hogere kapitaalmarktrentes hebben hiernaast ook hun weerslag op investeringen welke afnemen. Met name de dienstensector lijkt meer en meer aan momentum te verliezen, onder andere door de afgenomen vraag van buiten de monetaire unie. Dit is zichtbaar in de *Purchasing Managers Index (PMI)*, ook wel inkoopersindex genoemd, dat het vertrouwen van inkoopmanagers in een economie weergeeft. De PMI voor oktober staat op 47,1 en een index lager dan 50 punten duidt op krimp van de dienstensector.

De arbeidsmarkt bleek tot nog toe een sterke aanjager van de economische activiteit binnen de Eurozone en de werkloosheid (6,4%) bereikte in

augustus dit jaar haar laagste punt sinds de invoering van de Euro.

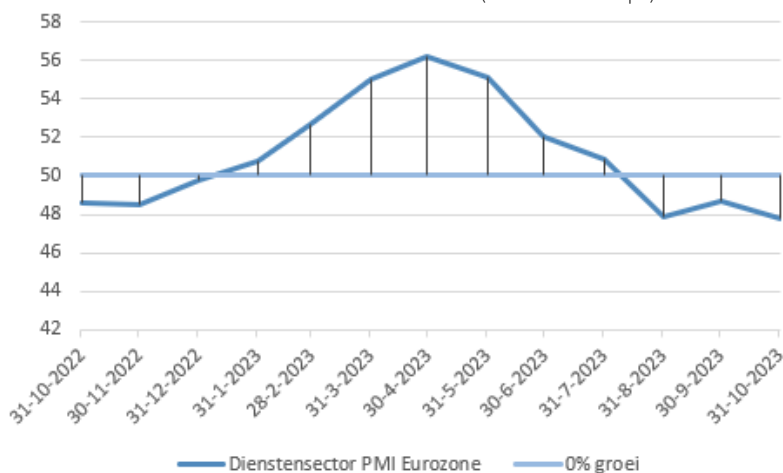
Echter, er zijn steeds meer signalen die erop wijzen dat dit binnenkort zal veranderen. Met name in de dienstensector worden minder nieuwe banen gecreëerd. Dit kan erop wijzen dat de afkoeling van de economie begint door te werken op de arbeidsmarkt.

De ECB blijft voorzichtig naar de toekomst toe. Luis de Guindos, Vicepresident van de ECB, geeft aan dat groei allicht lager uit zal vallen indien de effecten van het monetaire beleid sterker uitvallen dan geanticipeerd. Samen met de geopolitieke spanningen zowel binnen, als buiten Europa, zorgt dit ervoor dat de consument steeds voorzichtiger wordt en het vertrouwen in de economie daalt. Dit zorgt op haar beurt voor verder afnemende groei.

Het blijft uiteindelijk de vraag in hoeverre deze risico's zich zullen materialiseren. Wij verwachten dat groei zal tegenvallen, maar dat er ook in Europa geen hele diepe recessie zal komen.

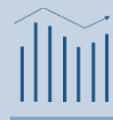
“ Economische activiteit binnen de Eurozone opnieuw onder druk.

Economische activiteit neemt af in dienstensector (PMI index Europa)



Bron: Investing.com

2



Rentes in VS stijgen door, centrale banken roeren zich niet

De Amerikaanse kapitaalmarktrente stijgt wederom in oktober. Gedurende de maand kwam het rendement op Amerikaans 10-jaars staatspapier zelfs voor het eerst sinds 2006 boven de 5% uit.

In oktober stijgen de Amerikaanse rentes voor bijna alle looptijden. De eerdere renteverhogingen van de Fed lijken nu echt door te werken in de kapitaalmarktrente. Het is wachten totdat de Amerikaanse economie afkoelt, voordat de Fed een verlaging van de beleidsrente zal overwegen. Zolang dit niet het geval is, verwachten wij dat de kapitaalmarktrentes gelijk zullen blijven en door zullen stijgen.

Het is de vraag of de Fed zich door de sterke economische groei in het derde kwartaal laat verleiden tot een volgende verhoging van de beleidsrente. Het feit dat de economie blijft groeien en inflatie niet verder afneemt, kan ervoor zorgen dat de centrale bank zich geneigd ziet nogmaals de rente te verhogen. Echter, wij verwachten dit niet.

Waar de kapitaalmarktrente in de VS over de gehele looptijd toeneemt,

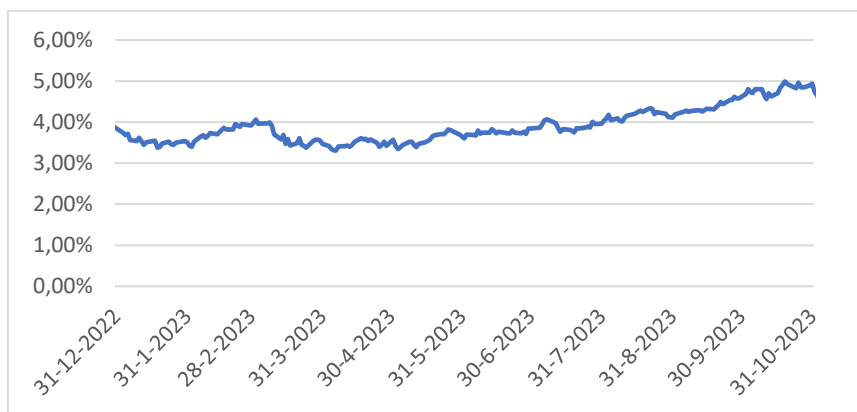
laat Europa een andere ontwikkeling zien. Duitse kapitaalmarktrentes met looptijden korter dan 10 jaar dalen en rentes met langere looptijden stijgen. Hierbij dient wel de kanttekening te worden geplaatst dat de korte rentes (die het meest gestuurd worden door de beleidsrente van de ECB) nog steeds een stuk hoger zijn dan de kapitaalmarktrentes voor langere looptijden.

Conform marktverwachting verandert de ECB haar beleidsrente niet tijdens de vergadering op 26 oktober jl. De rente blijft op 4% gehandhaafd, na tien opeenvolgende verhogingen. In haar toelichting beaamt Christine Lagarde dat inflatie naar verwachting voor een langere periode boven het doel van 2% zal blijven.

Echter, de dalingen van de laatste maanden en het feit dat ook kerninflatie verder daalt weerhoudt de ECB van verdere verhogingen. Dit sluit aan bij de verwachtingen van Commenda dat er niet meer verhogingen komen, maar dat rentes wel langer op een hoog niveau worden gehandhaafd dan eerder verwacht.

“ Rentes in de VS stijgen door. Duitse rentecurve lijkt te normaliseren.

10-jaars kapitaalmarktrente in de VS tikt de 5% aan



Bron: Marketwatch

3



Slechte maand voor aandelen, cijferseizoen derde kwartaal van start

We zitten halverwege het cijferseizoen van het derde kwartaal. Voorlopige conclusie is dat bedrijven beter presteren dan analisten verwachtten en dat de winstgroei positief is. Toch dalen de koersen op de aandelenbeurzen; de wereldindex daalt 2,9% in oktober. De daling illustreert de dominerende negatieve impact van de stijgende kapitaalmarktrentes op de waarderingen van bedrijven.

Onderliggend verschilt de reactie op de prestaties van bedrijven. Sterk presterende bedrijven worden nauwelijks beloond, terwijl bedrijven die haar doelstelling niet halen bijzonder hard worden gestraft. Zo verliezen betalingsdienstverlener Worldline (-59%), industrieel conglomeraat Alstom (-37%) en producent van zonne-energie technologie SolarEdge (-27%) direct na bekendwording van tegenvallende cijfers een aanzienlijk deel van de marktwaarde. Deze extreme afwaarderingen illustreren de nervositeit in de markt en inmiddels ondervinden vrijwel alle sectoren negatieve impact van stijgende kapitaalmarktrentes.

Ook de markt voor duurzame energie wordt momenteel negatief beïnvloed, met name door de hoge kapitaalmarktrente. In het bijzonder geldt dit voor zonneweiden en windmolenparken.

Om lage rendementen nog enigszins aantrekkelijk te maken, wordt veelal vreemd vermogen aangetrokken, een financieringsmethode die rendeert met een lage marktrente. Door de oplopende kapitaalmarktrente hebben producenten van windmolens, zoals Orsted en Siemens Energy, projecten moeten stopzetten, met in een aantal gevallen annuleringsboetes tot gevolg. Siemens Energy is zelfs genoodzaakt zijn tot het aanvragen van staatssteun in Duitsland. Voor zonne-energie geldt een aanvullende factor. Als gevolg van stimuli vanuit de Chinese overheid, is er nu een overvloed aan zonnepanelen op Westerse markten. Uit onderzoek blijkt dat Chinese producenten dit jaar reeds voor 85GW aan panelen aan de Europese markt heeft geleverd; meer dan tweemaal de hoeveelheid die in een jaar in Europa wordt geïnstalleerd. De VS en EU zijn momenteel bezig met importrestricties. Tot op dat moment zal de duurzame industrie in het westen het behoorlijk lastig hebben. Dit is goed te merken op de beurs met de year-to-date daling van Enphase (-68%) SolarEdge (-73%) en Meyer Burger (-56%).

Tot slot hebben Private Equity huizen steeds meer problemen om exit-mogelijkheden te vinden. Dit samen met de hoge waarderingen in de boeken zorgt ervoor dat wij iets negatiever zijn geworden over deze beleggingscategorie.

“Naast de hoge marktrente is er een overvloed aan zonnepanelen op Westerse markten



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



Na een onverwachte en gruwelijke aanval van Hamas op Israël op zeven oktober 2023, escaleert het conflict tussen Hamas en Israël. Een reeks raketaanvallen op Israëlische burgerdoelen, gevolgd door een langdurig bombardement en een grondinvasie van Israël in Gaza, wakkeren een vicieuze cirkel van geweld aan. Deze escalatie leidt tot verwoesting, talloze gewonden en sterfgevallen en verdiept de reeds bestaande hopeloze/uitzichtloze situatie in deze regio.

De schrijnende en complexe situatie geeft ons stof tot nadenken, voer voor discussie en zet aan tot medeleven.

Dit focusstuk concentreert zich op de impact van de eerder genoemde ontwikkelingen op de kapitaalmarkten en de economische effecten.

Er zijn grote vraagtekens rond de potentiële impact van het huidige conflict voor de Israëlische economie. De centrale bank heeft besloten om de groeiverwachting voor 2023 bij te stellen van 3% naar 2,3% en voor 2024 van 3% naar 2,8%. Ook houdt de centrale bank rekening met een verlaging van de beleidsrente, van 4,75% nu naar tussen de 4% en 4,25% volgend jaar.

Het Israëlische leger heeft reservisten oproepen, die een aanzienlijk deel van de werkende bevolking uitmaken. Deze afname in arbeidskracht heeft een wezenlijk effect op de economie en impact op de technologiesector waarin velen werkzaam zijn. Ook de begroting van het land zal verslechteren.

Door deze invloeden verwachten de economen van JP Morgan dat de economie in 2024 verder gaat afkoelen naar een groei van 2%. Indien het conflict beperkt blijft tot Israël, de Westelijke Jordaanoever en Gaza, zullen de effecten op de wereldeconomie beperkt blijven. Deze gebieden behoren niet tot de grootste economische machten en exporteren weinig essentiële grondstoffen of producten waar anderen afhankelijk van zijn. Echter, er is een tweetal scenario's denkbaar waarbij de impact aanzienlijk groter is, met name op de prijs van olie en daarmee de inflatie en economische groei van ontwikkelde landen.

Proxy oorlog

Indien Hezbollah en aan Iran gelieerde militante eenheden in Syrië zich actief in het conflict mengen, is de kans groot op verdere escalatie. Hoewel verwacht wordt dat grote landen buiten het conflict blijven en de VS zich in dit scenario afzijdig houdt, zal dit zorgen voor grotere instabiliteit in de Arabische wereld. Hierdoor worden economische effecten groter en weider verspreid. Economen van Bloomberg schatten dat de olieprijs 8 dollar zal stijgen, hetgeen mogelijk leidt tot een 0,2 procentpunt hogere wereldinflatie en een 0,3 procentpunt lager wereldwijd BPP.

“

De schrijnende en complexe situatie geeft stof tot nadenken en zet aan tot medeleven.

5

Directe oorlog Iran-Israël

Een verbreding van het conflict met enerzijds Iran, en anderzijds Israël en de VS, zou een significante impact op de wereldeconomie tot gevolg kunnen hebben. Het vervoeren van olie door de straat van Hormuz, de nauwe doorgang tussen Iran en de Emiraten, zal wellicht onmogelijk worden waardoor één-vijfde van de wereldwijde olieproductie niet kan worden geëxporteerd. De inschatting van Bloomberg in dat geval is dat de olieprijs naar USD 150 per vat zal stijgen en wereldwijde aandelenmarkten sterk zullen dalen.

Stijgende energiekosten zullen zorgen voor een globale daling van het BBP van 1,0 procentpunt en de inflatie zal met 1,2 procentpunt stijgen. Het meeste effect heeft het op landen die hun energie moeten importeren, zoals in Europa.

Een directe oorlog is echter onwaarschijnlijk aangezien geen van de partijen hier baat bij heeft. Buurlanden kiezen er vooralsnog voor om geen actieve rol te spelen in het conflict, mede door de moeilijke (economische) omstandigheden en onrusten in eigen land.

Hoe verder?

Daar waar veruit de meeste mensen in vrede en rust willen leven, wordt er -ten koste van hen- een harde strijd uitgevochten. Waar dit conflict is begonnen en hoe deze escalatie gaat verlopen of eindigt, zijn de grote vragen. Maar dat het een menselijke tragedie is staat buiten kijf..

“

De impact op de financiële markten is momenteel gering, maar de kans op escalatie blijft aanwezig

