

Perspectives

Analyse van de financiële markten

Macro-economisch klimaat

3

- De weerbaarheid van de dienstensector stelt het begin van de recessie uit.
- Hoewel de inflatie vertraagt, lijkt een forsere verslechtering van de arbeidsmarkten noodzakelijk om het doel van 2% te halen.
- Het ziet er naar uit dat centrale banken hun monetaire verkrapping tijdens de zomermaanden zullen voortzetten.

Financiële markten

9

- De aandelenindexen worden steeds meer gestimuleerd door een beperkt aantal aandelen die heel duur zijn geworden.
- De vooruitzichten voor de Japanse markt zijn goed.
- Goud blijft goed weerstaan aan de stijging van de reële rentevoeten.

Bezoek ook onze website

www.bli.lu

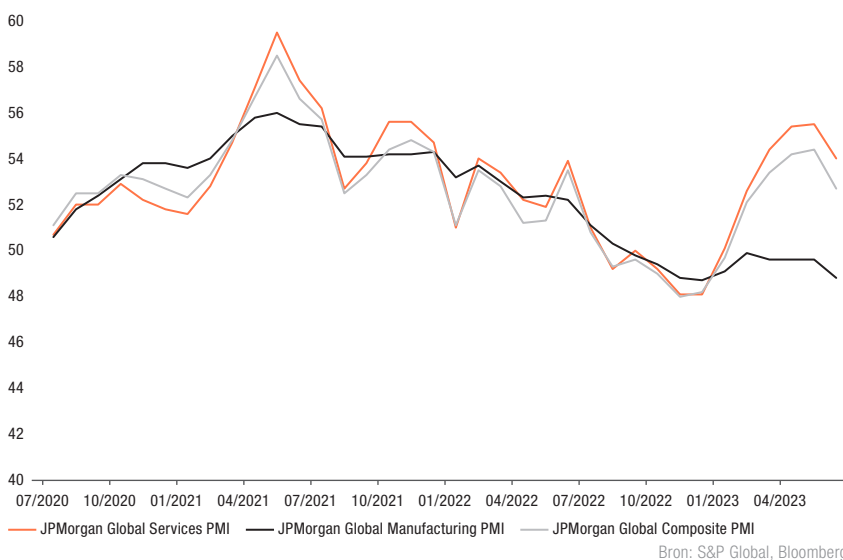
Een publicatie van

BLI - Banque de Luxembourg Investments



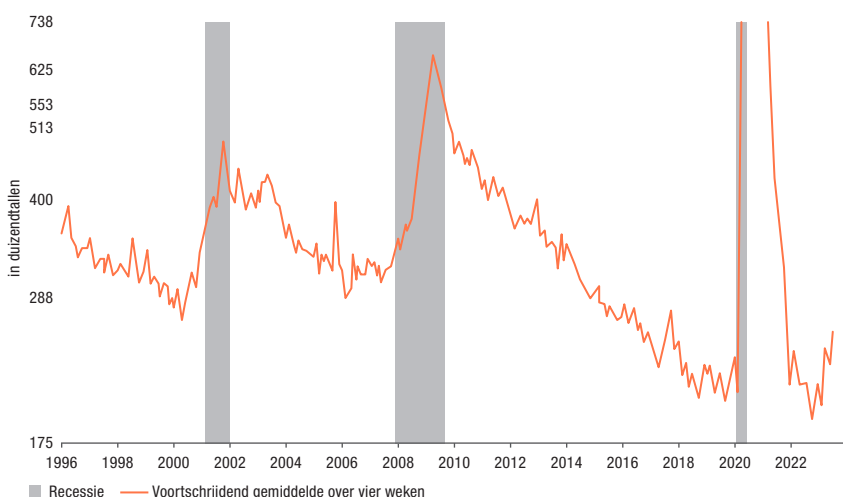
Macro-economisch klimaat

INDEXEN VAN DE WERELDWIJDE ACTIVITEIT



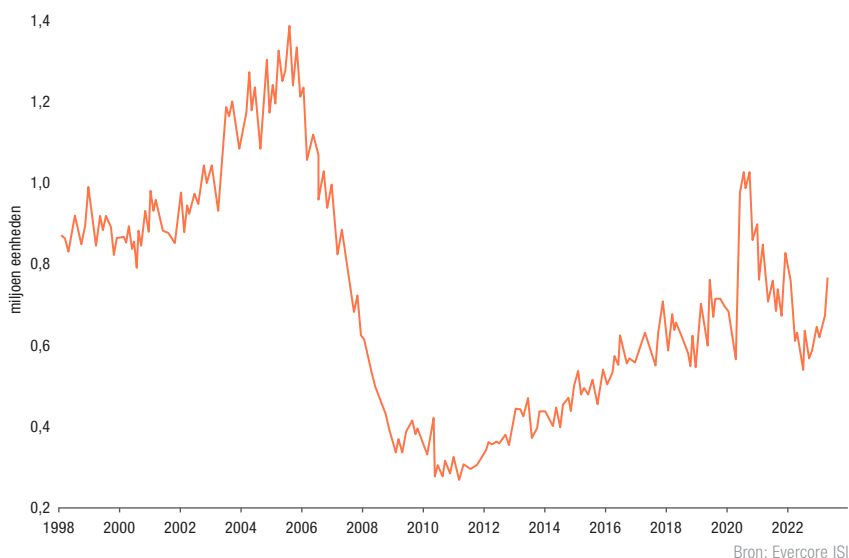
Hoewel de vertraging van de wereldeconomie, die in 2022 begon, in het eerste semester aanhield, heeft ze voorlopig nog niet tot een recessie geleid. De dienstenactiviteiten, die steeds belangrijker worden in de moderne economieën en die van nature veel minder cyclisch zijn dan industriële activiteiten, blijven opmerkelijk weerbaar en voorkomen dat de economie krimpt. Toch worden de verschillen tussen de belangrijkste economische regio's groter, wat mogelijk betekent dat er een algemenere verzwakking zit aan te komen. Terwijl de Amerikaanse economie eens te meer de sterkste blijkt, duiken er in Europa en China steeds meer tekenen van zwakte op. In de eurozone ging de zwakte van de verwerkende sector aan het einde van het tweede kwartaal gepaard met een eerste, significantere verslechtering van de activiteitenindicatoren voor de dienstensector, ook al is de arbeidsmarkt nog altijd sterk. In China begint de inhaalbeweging na de heropening van de economie aan het begin van het jaar al te vertragen, waardoor de vraag rijst of het doel van 5% bbp-groei per jaar zonder bijkomende overheidssteun wel haalbaar zal zijn. Over het algemeen blijft een recessie, ook al komt die door de weerbaarheid van de dienstensector met enige vertraging, het waarschijnlijkste scenario.

AANTAL NIEUWE AANVRAGEN VOOR EEN WERKLOOSHEIDSUITKERING IN DE VERENIGDE STATEN



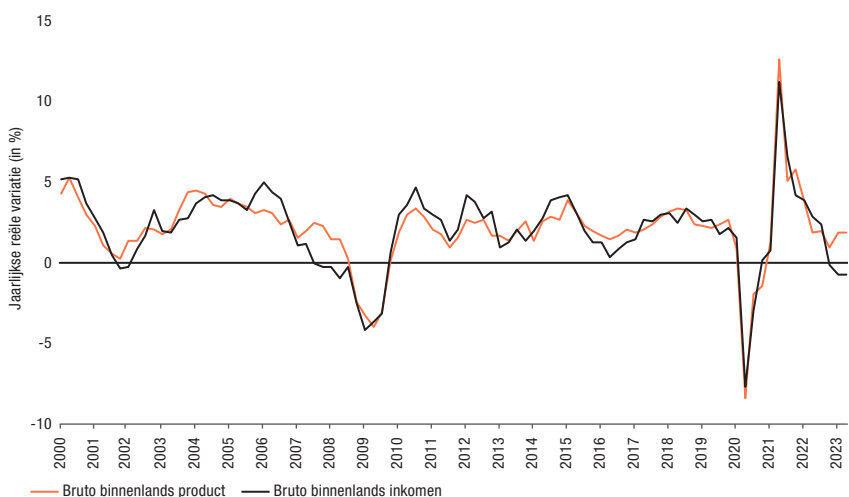
Voorlopig volgt de economische evolutie in de Verenigde Staten het klassieke patroon van een vertraging als gevolg van een monetaire verkrapping door de Federal Reserve. Wegens zijn hoge rentegevoeligheid is de vastgoedsector doorgaans de eerste die op een aanscherping van de financieringsvoorwaarden reageert. Verder remmen de vertragende activiteit in de bouwsector en de afgenomen vraag naar kapitaalgoederen, waarvoor de financieringskosten stijgen, de activiteit in de verwerkende sector af. In een derde fase beginnen de bedrijfswinsten te vertragen doordat de dalende verkoop en de stijgende lonen de winstmarges onder druk zetten. In de laatste fase ontslaan ondernemingen personeel om rendabel te blijven, waardoor de werkloosheid stijgt. Die laatste fase valt meestal samen met het begin van de recessie, omdat de verslechtering op de arbeidsmarkt ook gevolgen heeft voor de dienstenactiviteiten aangezien de consumentenbestedingen er fors door dalen. In de Verenigde Staten wordt een stijging van de eerste werkloosheidsaanvragen naar 300.000 per week als de kritieke drempel beschouwd die een economische krimp kan veroorzaken.

VERKOOP VAN NIEUWE WONINGEN IN DE VERENIGDE STATEN



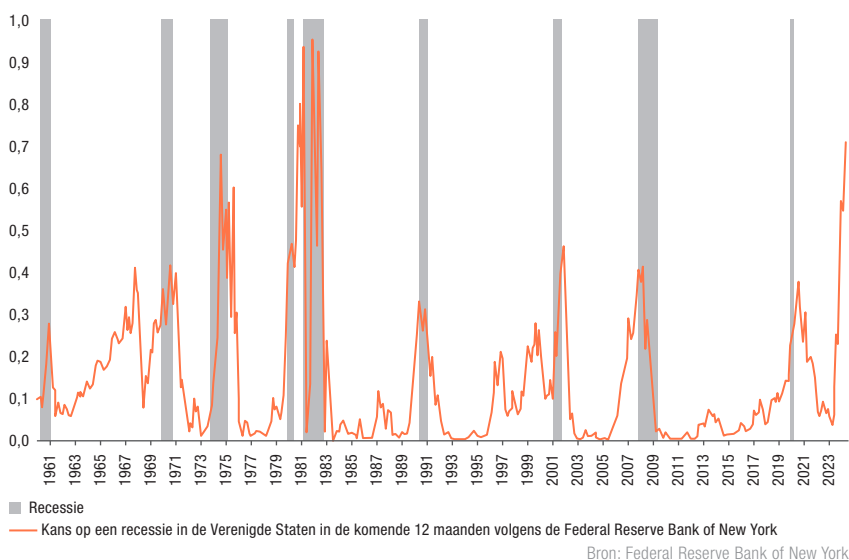
In het tweede kwartaal vertoonde de Amerikaanse huizenmarkt bemoedigende tekenen van herstel, wat de hoop aanwakkerde dat de economische groei weer zal aantrekken. Dat herstel is echter voornamelijk beperkt tot de verkoop van nieuwe woningen en moet dus worden gerelativeerd, gezien de context waarin het plaatsvindt. Vastgoedeigenaars, van wie de overgrote meerderheid de voorbije jaren heeft geprofiteerd van de lage langetermijnrente om hun financieringskosten laag te houden, zijn niet bereid om hun bestaande woning te verkopen, omdat ze voor de aankoop van een nieuw huis tegen een hogere rente zouden moeten lenen. Daarom zijn de transacties op de secundaire markt ingestort, terwijl de prijzen amper zijn gedaald. Als gevolg daarvan worden gezinnen die een huis willen kopen, de nieuwbouwmarkt op gedwongen, ook al is een woning nog nooit zo onbetaalbaar geweest. Momenteel worden de hogere financieringskosten door de rentestijgingen deels gedragen door bouwondernemingen, die bij de opleving door de pandemie uitzonderlijk hoge winsten hebben geboekt. Die situatie kon natuurlijk niet blijven duren. Als de rente niet weer daalt, zal ook de huidige opleving in de verkoop van nieuwe huizen wel weer weggebben.

BRUTO BINNENLANDS PRODUCT EN BRUTO BINNENLANDS INKOMEN IN DE VERENIGDE STATEN



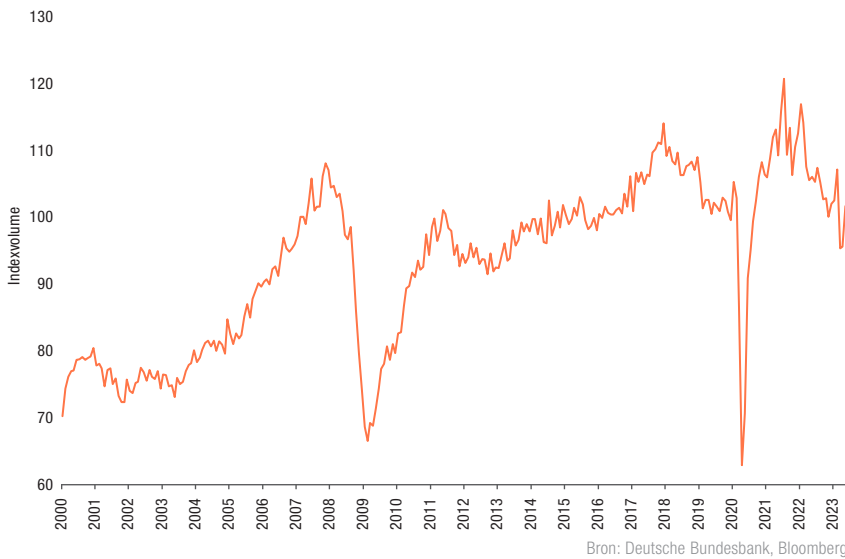
Het Bureau of Economic Analysis (BEA) publiceert twee maatstaven voor de nationale productie, die in theorie equivalent zouden moeten zijn. De traditionele maatstaf voor de nationale productie is het bruto binnenlands product, dat wordt gedefinieerd als de totale waarde van de afgewerkte goederen en diensten gewaardeerd tegen productiewaarde. De tweede manier om de nationale productie te meten, is het bruto binnenlands inkomen, dat de som is van alle inkomsten die worden gegenereerd door gezinnen, ondernemingen en de overheid, zoals lonen, winsten, belastingen, sociale bijdragen, interesten, dividenden, huurgelden enz. Op dit moment lopen die twee statistieken fors uiteen: het bruto binnenlands inkomen heeft de daling al ingezet, terwijl het bruto binnenlands product verder blijft stijgen. Sommige studies laten vermoeden dat het bruto binnenlands inkomen de beste indicator is, omdat de voorlopige ramingen daarvan doorgaans dichter bij de uiteindelijke ramingen van de beide maatstaven lijken te liggen. Tijdens de laatste recessie in 2008-2009 gaf het bruto binnenlands inkomen effectief aan dat de activiteit zou dalen, terwijl het bruto binnenlands product met wat vertraging reageerde. Als die evolutie zich herhaalt, zou het begin van een recessie wel eens heel nabij kunnen zijn.

KANS OP EEN RECESSIE IN DE VERENIGDE STATEN



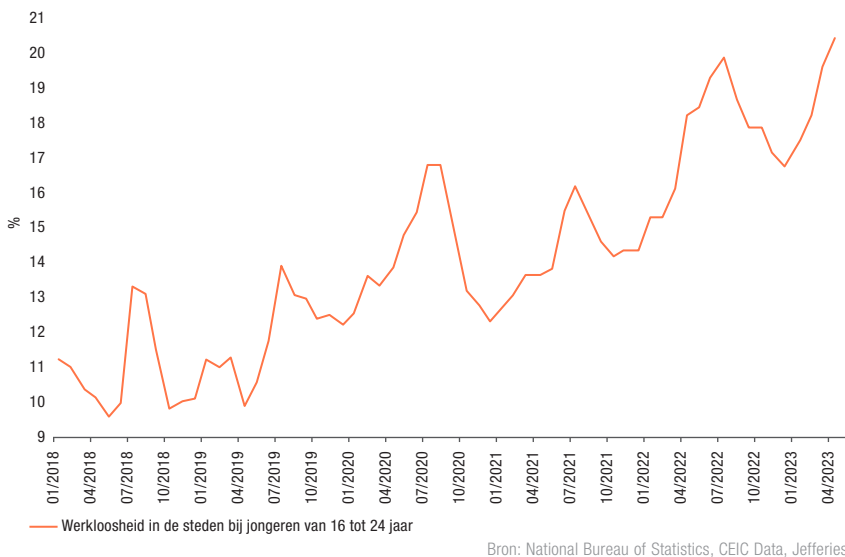
Het belangrijkste argument voor een economische krimp blijft de inversie van de rentecurve, die sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog telkens de voorbode van een recessie is geweest. En dan zijn er ook nog de daling van de samengestelde index van voorlopende indicatoren van de Conference Board, de grootste daling van de geldhoeveelheid M2 sinds de jaren 1930, de inkrimping van de balans van de Federal Reserve na de kwantitatieve verkrapping en de aanscherping van de kredietvoorwaarden door de bankensector. Hoewel alle economische cycli op elkaar lijken, zijn ze toch nooit helemaal identiek en vertonen ze steeds nuances die meer of minder uitgesproken kunnen zijn. In de huidige cyclus zijn het spaaroverschot dat gezinnen tijdens de pandemie hebben opgebouwd, het groeiende aandeel van de weinig geregelde privéschuldenmarkt en het hoge begrotingstekort stuk voor stuk factoren die het begin van de recessie wat kunnen uitstellen. Nu moderne diensteneconomieën meer de nadruk leggen op diensten en zo minder cyclisch worden, kan de traditionele periode van 12 tot 18 maanden tussen het begin van de monetaire verkrapping en de economische krimp in de huidige cyclus misschien wat langer worden.

BESTELLINGEN IN DE DUITSE MAAKINDUSTRIE



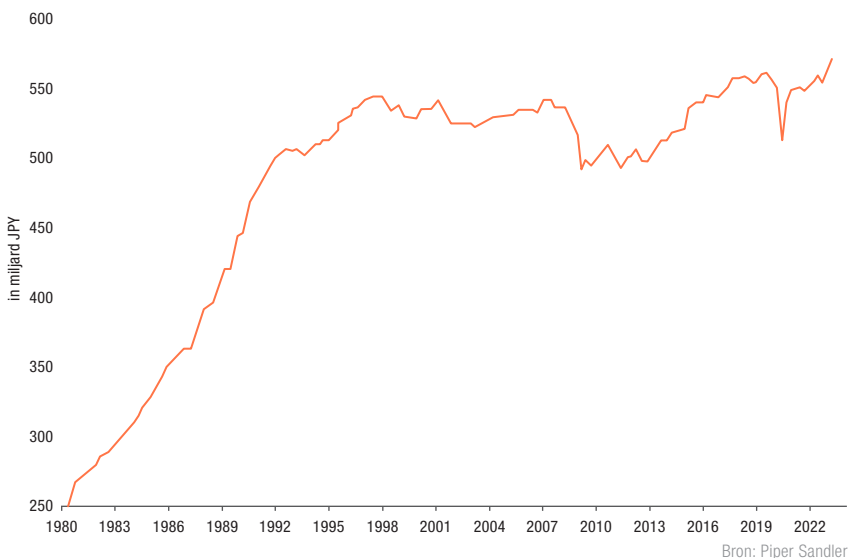
Hoewel de Europese cyclus over het algemeen achterloopt op de Amerikaanse, vertoont Europa momenteel duidelijkere tekenen van economische zwakte dan de Verenigde Staten. Een belangrijk verschil tussen de beide regio's is het begrotingstekort, dat in de VS heel wat groter is. Bovendien waren de spaaroverschotten die de gezinnen tijdens de pandemie hadden opgebouwd veel groter aan de andere kant van de grote plas, wat de grotere veerkracht van de binnenlandse consumptie verklaart. In de eurozone vertonen de dienstsectoren de eerste tekenen van een vertraging. De Franse inkoopmanagersindex is in juni net onder de lat van 50 punten gedoken, die de grens vormt tussen groei en krimp. In Duitsland, de grootste economie van de regio, lijdt de industriële sector onder de afgenomen vraag naar industrieproducten uit de meeste regio's, ook vanuit zijn grootste handelspartner China. Tot slot zal de stijging van de rentevoeten de komende maanden waarschijnlijk directer voelbaar zijn in de bouwsector, wanneer de projecten zijn afgerond waar de monetaire verkrapping nog geen invloed op had.

JEUGDWERKLOOSHEID IN CHINA



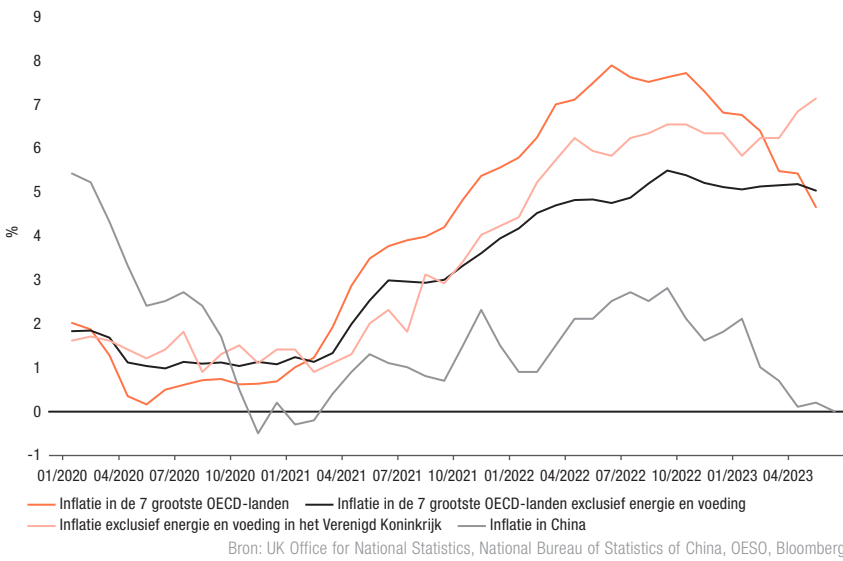
In China lijkt de opleving van de activiteit na de heropening van de economie aan het begin van het jaar sneller dan verwacht alweer lijkt te verzwakken. Hoewel de dienstsectoren na het einde van de lockdowns weer aantrokken, blijkt de opleving toch veel minder fluks dan eerder in de Verenigde Staten en Europa. Het lijkt erop dat de pandemie een diepere indruk heeft nagelaten bij de Chinese consumenten, die gedestabiliseerd lijkt door de vele negatieve gevolgen van het restrictieve beleid van de afgelopen jaren. Zo is het geboortecijfer tijdens de pandemie gekelderde, waardoor de Chinese bevolking in 2021 voor het eerst in 60 jaar is gedaald. De werkloosheid onder de 16- tot 24-jarigen stijgt, wat de economische vooruitzichten van de jongere generatie in gevaar brengt. De vastgoedmarkt herstelt zich maar niet, waardoor vastgoedbeleggingen hun imago als bescherming tegen mogelijk waardeverlies dreigen te verliezen. Tot slot stellen de geopolitieke spanningen de rol van China als wereldwijde productiehub in vraag, wat het potentieel voor directe buitenlandse investeringen aan banden legt. Als de overheid geen nieuwe steunmaatregelen uitvaardigt, zal China het moeilijk krijgen om zijn bbp-groeidoelstelling van 5% in 2023 te halen.

NOMINAAL BBP JAPAN



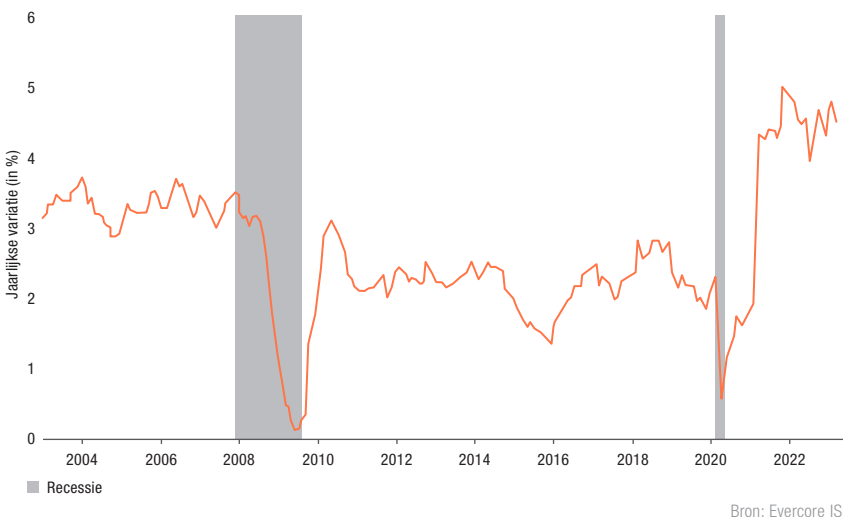
Hoewel demografische factoren het groeipotentieel van Japan blijven afremmen, lijken de economische vooruitzichten op lange termijn op diverse fronten te verbeteren. Als gevolg van de geopolitieke spanningen tussen de Verenigde Staten en China wordt Japan steeds interessanter voor westerse ondernemingen die hun productieketen willen veiligstellen en tegelijk in de Aziatische regio willen blijven investeren. Bovendien kunnen de meeste Japanse ondernemingen een extreem sterke balans voorleggen, met weinig schulden en veel liquiditeiten die kunnen worden ingezet om te investeren of de lonen te verhogen. Het recente nieuws dat de beurs van Tokio overweegt om weinig rendabele bedrijven van de beurs te halen tenzij ze hun rendabiliteit tegen 2026 verbeteren, geeft ook aan dat de overheid de productiviteit in het land omhoog wil. Ten slotte resulteerden de jaarlijkse loononderhandelingen in het voorjaar in de hoogste loonstijgingen sinds het begin van de jaren 1990, wat de hoop aanwakkerde dat er eindelijk een einde zou komen aan de deflatie die de activiteit al teistert sinds het uiteenspatten van de vastgoed- en financiële zeepbel in 1989. Het nominale bbp is in het eerste kwartaal van dit jaar boven zijn piek van voor de pandemie uitgestegen, waarmee het definitief uit de fluctuatierange lijkt te zijn gebroken waar het al zo'n dertig jaar in zit.

INFLATIE



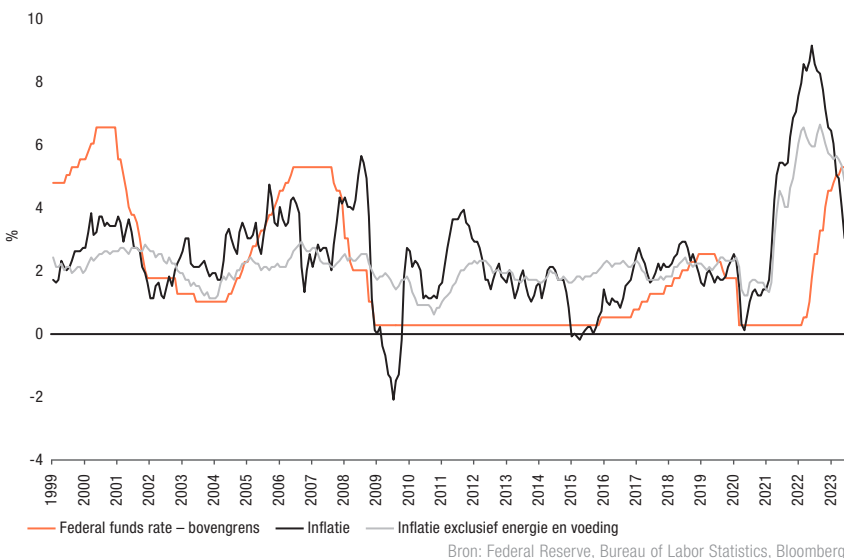
De inflatie vertraagt wereldwijd dankzij de lagere grondstofprijzen, de dalende kosten voor scheepstransport, het herstel van toeleveringsketens en de matiging van de prijsstijging voor duurzame goederen. Toch zijn de verschillen naargelang de regio significant, en dat heeft implicaties voor het monetaire beleid van de respectieve centrale banken. Zo is de inflatie in de opkomende landen, die tijdens de pandemie geen uitgebreid steunprogramma hadden opgezet, veel sterker vertraagd dan in de ontwikkelde landen, waar de prijsindexen zonder energie en voeding hardnekkiger blijken. In China is de inflatie in juni bijvoorbeeld naar 0% gedaald, terwijl de inflatie zonder energie en voeding in het VK is versneld naar 7,1%. De komende maanden zullen centrale banken in de opkomende landen hun monetaire beleid dus misschien moeten versoepelen om de activiteit weer op gang te trekken, terwijl die in de ontwikkelde landen zich misschien genoodzaakt zullen zien om de monetaire verkrapping door te zetten om te voorkomen dat buitensporige loonstijgingen een inflatiespiraal op gang brengen.

DEFLATOR VAN DE CONSUMENTENBESTEDINGEN VOOR DIENSTEN ZONDER ENERGIE EN HUISVESTING IN DE VS



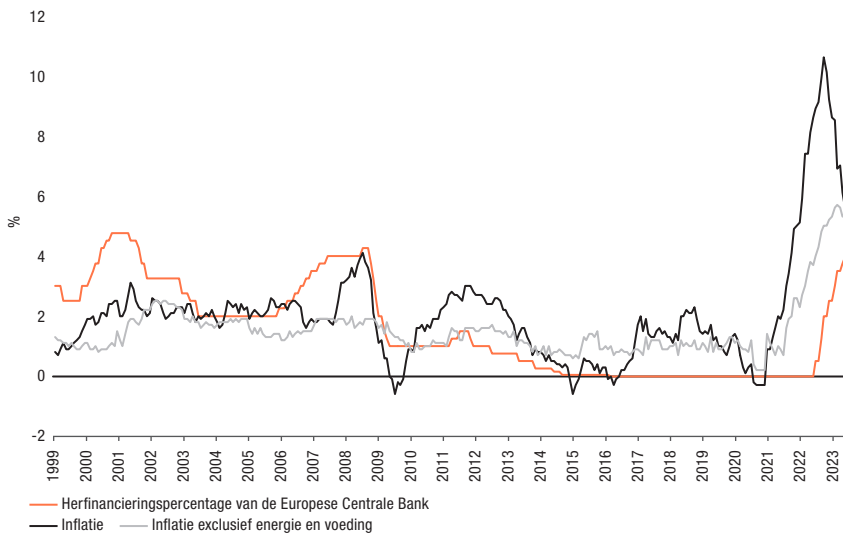
In de Verenigde Staten heeft de daling van de oliepijzen ook de inflatie fors doen vertragen: in juni daalde die tot 3,0%, tegenover 9,1% een jaar eerder. Zonder energie en voeding is de daling van de inflatie minder flagrant: de kerninflatie daalde van 6,6% in september vorig jaar naar 4,8% nu. De belangrijke component 'huisvestingskosten' loopt over het algemeen echter wat achter op de reële trend van de huurprijzen, die de afgelopen maanden al fors zijn gedaald. Daarom heeft Jerome Powell, de voorzitter van de Amerikaanse centrale bank, zelfs een extra indicator geopperd: de deflator van de consumenuitgaven voor diensten exclusief energie en huisvesting, die echter ook behoorlijk onverzettelijk blijkt. Dat alles laat vermoeden dat de loonstijgingen veel meer moeten vertragen om de inflatie weer op het doel van 2% te krijgen. Dat is nodig om de arbeidskosten per eenheid product te matigen, aangezien die in het verleden altijd bijzonder nauw gecorreleerd zijn geweest met de inflatie. Als de arbeidsmarkt niet aanzienlijk verslechtert, lijkt het inflatiedoel van 2% weinig realistisch.

MONETAIR BELEID IN DE VERENIGDE STATEN



In het tweede kwartaal heeft de Amerikaanse Federal Reserve het tempo van haar monetaire verkrapping, die in maart 2022 werd ingezet, aanzienlijk teruggeschroefd. Nadat ze de belangrijkste beleidsrente begin mei met 25 basispunten hadden verhoogd, drukten de monetairbeleidsmakers in juni de pauzeknop in en lieten ze het doelbereik voor de Federal Funds-voet ongewijzigd op 5,00% - 5,25%. De pauze moest de gelegenheid bieden om het effect van de renteverhogingen op de economische activiteit beter in te schatten, omdat die doorgaans met wat vertraging op een verstrakking van het monetaire beleid reageert. Bovendien kan de bankencrisis die in maart na de instorting van Silicon Valley Bank is ontstaan, het Monetary Policy Committee waakzamer hebben gemaakt om een buitensporige verkrapping te vermijden die andere spelers in de financiële sector in gevaar zou kunnen brengen. Tot slot is de inflatie de voorbije maanden al fors vertraagd, al is dat voor een deel te danken aan de heel gunstige basiseffecten, die in de tweede helft van het jaar zullen verslechteren. Om de inflatiedoelstelling van 2% te behalen, zou de arbeidsmarkt het veel slechter moeten doen. Gezien de huidige situatie lijken de monetaire overheden voor het derde kwartaal nog een renteverhoging met 25 basispunten te overwegen.

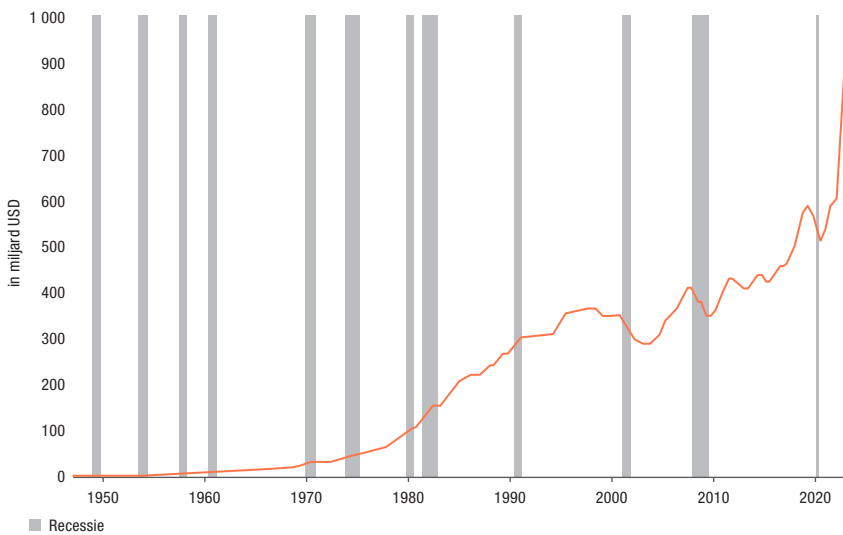
MONETAIRE BELEID IN DE EUROZONE



Bron: Europese Centrale Bank, Eurostat, Bloomberg

Hoewel de Europese Centrale Bank het tempo van haar renteverhogingen in het tweede kwartaal ook heeft vertraagd tot stappen van 25 basispunten, heeft ze haar verkrapping tot dusver nog niet onderbroken. De Europese monetaire overheid is wat later aan haar verkrappingscyclus begonnen dan de Amerikaanse. Zo staat de herfinancieringsrente van de ECB op 4%. Bovendien lijkt de loondruk aan Europese zijde sterker, wat zou kunnen verklaren waarom de indexen exclusief energie en voeding tot nu toe nauwelijks zijn gedaald. Hoe meer regeringen loonsverhogingen toestaan of aanvaarden om de inflatie te compenseren, hoe meer de ECB zich mogelijk gedwongen zal zien om de monetaire broekriem aan te halen. Tot nu toe lijken de banksector noch de bouwsector zwaar onder druk te staan, wat gezien de omvang van de verkrapping eigenlijk wel verrassend is. Zolang er geen symptomen van een crisis te zien zijn, lijkt de Europese monetaire overheid bereid om haar belangrijkste beleidsrente te verhogen om de inflatie fors te doen dalen in de buurt van de doelstelling van 2% te brengen.

RENTEBETALINGEN AMERIKAANSE OVERHEID



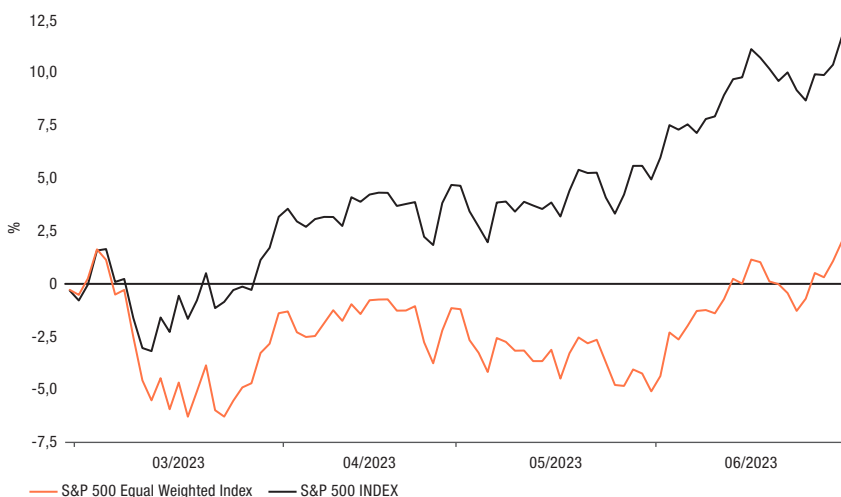
Bron: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of St. Louis

Door de monetaire verkrapping door de Federal Reserve zullen de rentebetalingen op de overheidsschuld de komende jaren aanzienlijk stijgen in de VS. Naarmate de Amerikaanse schatkist aflopende leningen moet herfinancieren, zullen de kosten om die af te betalen ook stijgen, ongeacht de looptijd van de nieuwe emissies, want zowel de korte- als de langetermijnrente zit in de lift. De gevolgen van de hogere afbetalingskosten op de overheidsschuld voor de economische groei zijn echter onduidelijk. Enerzijds zullen hogere rentevoeten het begrotingstekort opdrijven en dus de financiële marge van de overheid om de economische activiteit te ondersteunen uithollen. Anderzijds zijn de betaalde interesten inkomsten voor de obligatiehouders, die op die manier waarschijnlijk hun koopkracht zullen zien stijgen. Terwijl de Federal Reserve de stijging van het begrotingstekort als gevolg van de hogere rentelasten monetiseert, kunnen de hogere kosten om de schuld af te lossen de inflatedruk zelfs nog opdrijven. Hoewel die redenering voorbijgaat aan de hindernissen die de hogere rente opwerpt voor de activiteit van economische spelers uit de privésector met schulden, maakt ze wel duidelijk dat een omgeving waarin begrotingsdiscipline niet langer als een economische noodzaak wordt gezien, de inflatierisico's doet toenemen.



Financiële markten

S&P 500 INDEX EN S&P 500 EQUAL WEIGHT INDEX SINDS EIND FEBRUARI



Bron: Bloomberg

Beurzen zijn in het eerste semester fors gestegen. Die stijging was voornamelijk te danken aan de groeiaandelen. Vooral in de Verenigde Staten zagen we een spectaculaire koersstijging bij grote technologieaandelen, waardoor de Nasdaq een ongeziene stijging liet optekenen. Doordat die aandelen ook in de S&P 500 Index zitten, heeft ook die volop geprofiteerd van het enthousiasme bij beleggers voor artificiële intelligentie. Ook Europa profiteerde van zijn technologiespelers en vooral van zijn giganten uit de luxesector. Het is dus belangrijk om te benadrukken dat de stijging van het eerste semester op de Amerikaanse en Europese markten beperkt is en dat de stijgingen van de voornaamste indexen te danken zijn aan een beperkt aantal aandelen.

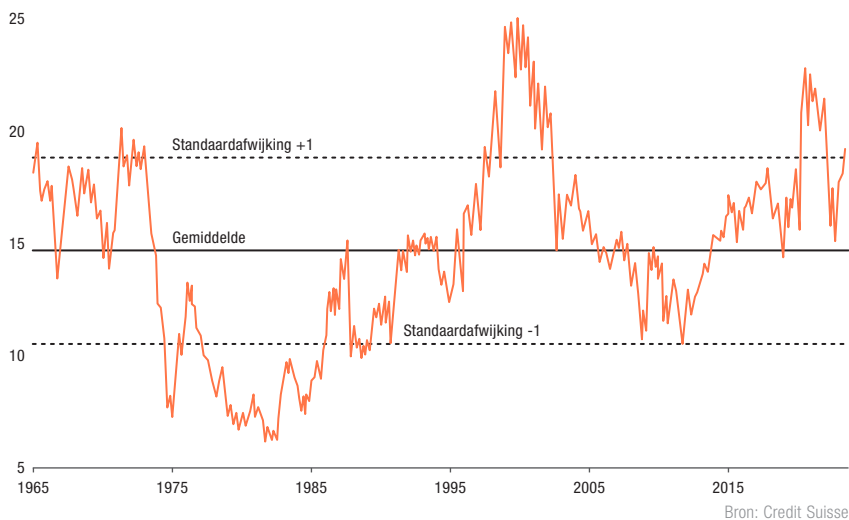
AANDELENKOERS CISCO SINDS 2000



Bron: Bloomberg

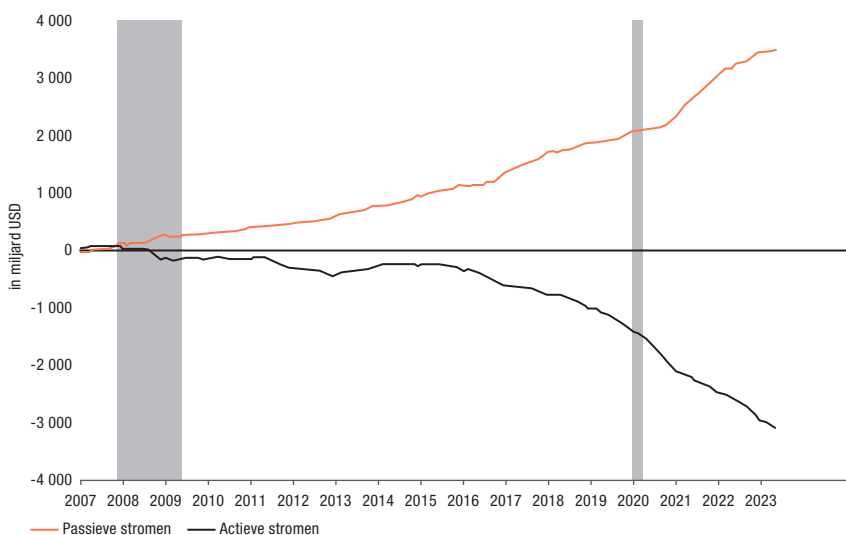
De relatief nauwe aard van de beursstijging is des te zorgwekkender, omdat de technologieaandelen hun sterke prestaties voornamelijk danken aan de stijging van hun waarderingratio's en niet aan winstgroei. Net als aan het einde van de vorige eeuw zien we een speculatieve zeepbel ontstaan, deze keer in het segment van de artificiële intelligentie. Hoewel het belang van de technologie niet te ontkennen valt, zal ze, net als het internet ruim twintig jaar geleden, een klassieke beurscyclus volgen. De huidige hype voor alles wat van ver of dicht met het thema te maken heeft, zal geleidelijk plaatsmaken voor een realistischere kijk, met onvermijdelijk een correctie van heel wat aandelen tot gevolg, waarna duidelijk wordt welke ondernemingen als winnaar uit de bus komen.

KOERS-WINSTVERHOUDING VAN DE S&P 500-INDEX OP BASIS VAN DE WINSTVERWACHTINGEN



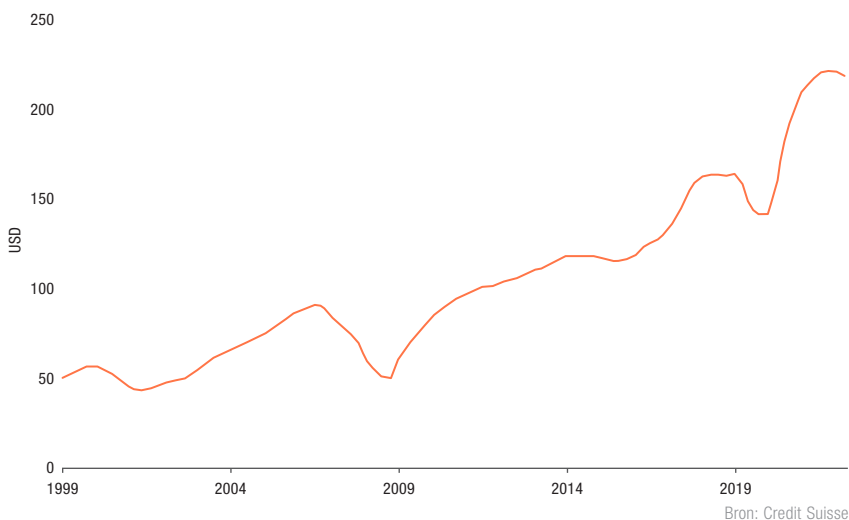
Ook de rest van de markt zal zijn ratio's stijgen, als was het fenomeen daar minder uitgesproken dan in de technologiesector. Daarmee staat 2023 in schril contrast met de vorige twee jaren, toen de markten leden onder een daling van de waarderingsratio's. Die herwaardering betekent in de eerste plaats dat de angst voor stagflatie (tijdelijk?) van de baan is, vooral in de Verenigde Staten. De Amerikaanse groei is in het eerste semester immers veerkrachtig gebleken, met dank aan de sterke dienstensector. Tegelijk is de inflatie verder gedaald, al blijft de kerninflatie (exclusief energie en voeding) een probleem. Daardoor verwachten sommigen dat de economie een zachte landing tegemoet gaat en dat de Federal Reserve een einde zal maken aan haar monetaire verkrapping.

STROMEN NAAR AANDELENFONDSEN



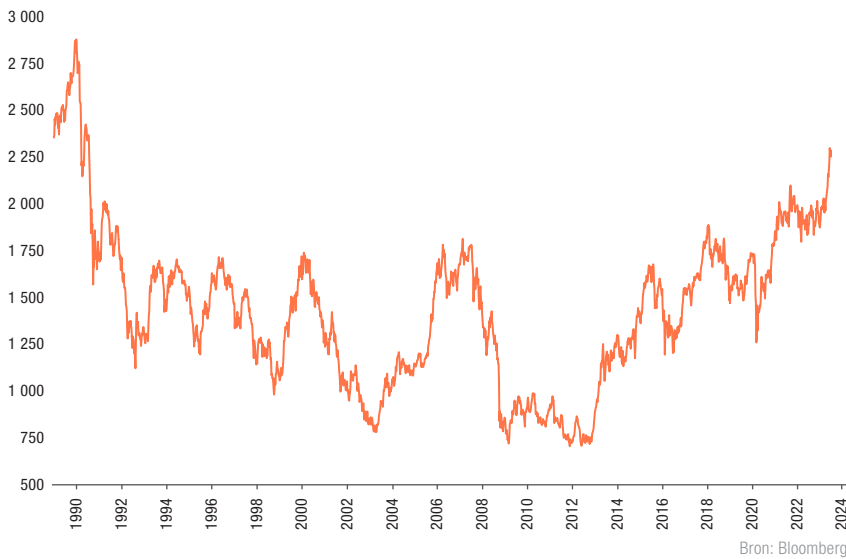
Dat de beurzen er tot nu toe goed in zijn geslaagd om weerstand te bieden aan de stijgende rente, zal misschien verbazen. De huidige verkrapping van het monetaire beleid is immers de grootste sinds het begin van de jaren tachtig. De Federal Reserve heeft de rente met meer dan 500 basispunten verhoogd. Het viel misschien in de lijn der verwachtingen dat zo'n verhoging de waarderingsratio's veel fors had doen dalen, vooral omdat die ratio's aan het begin van 2022 hoog waren. De realiteit is echter dat de waarderingsratio's veel minder van tel zijn wanneer voornamelijk aan indexbeheer wordt gedaan. Terwijl een actief beheerder bij hogere rentevoeten een hogere actualiseringsvoet zal gebruiken in diens waarderingsmodel en zo de intrinsieke waarde van de geanalyseerde onderneming zal verlagen, houdt een passief beheerder daar niet echt rekening mee. Het gevolg is een zekere inelasticiteit in termen van vraag en aanbod, met een recurrente vraag via programma's voor recurrente aankopen of de inkoop van eigen aandelen door ondernemingen wanneer het aanbod relatief statisch is, tenminste zolang er risicobereidheid is.

BEDRIJFSWINSTEN S&P 500-COMPONENTEN BLIJVEN RUIM BOVEN HUN LANGETERMIJNTREND



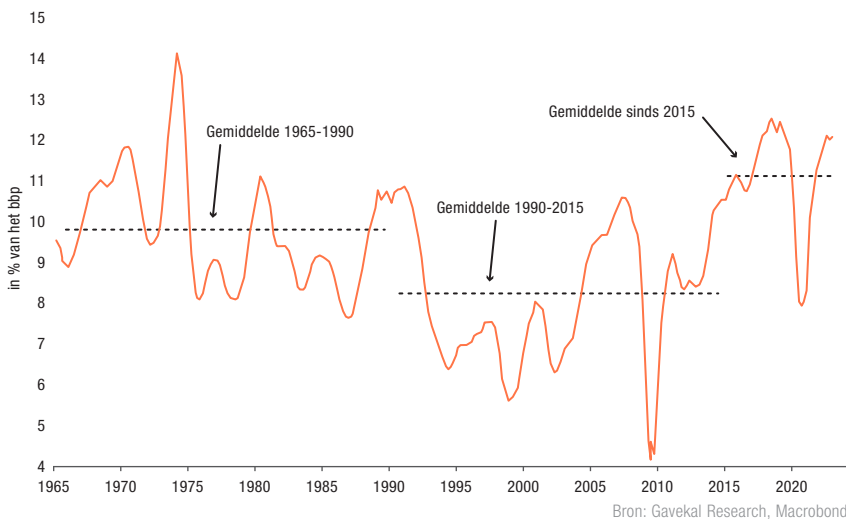
In termen van waardering is de Amerikaanse markt teruggekeerd naar een geraamde koers-winstverhouding van ongeveer 19, het hoogste niveau sinds de financiële crisis, op een moment dat de winstmarges dicht bij hun hoogste niveaus ooit blijven, de rente eveneens op het hoogste niveau sinds de crisis staat en de inflatie ver boven haar gemiddelde niveau van de afgelopen 30 jaar blijft staan. Toch is de waarderingsratio van de S&P 500 niet noodzakelijk een goede maatstaf voor de globale waarde van aandelen, gezien de hoge concentratie grote aandelen in die index. Vanuit technisch oogpunt stelt de markt ook niet meteen gerust, want minder dan 30% van de aandelen doet het beter dan de index, en dat is het laagste percentage sinds maart 2000. Ten slotte is het mogelijk nakende einde aan de monetaire verkrapping door de Federal Reserve niet noodzakelijk goed nieuws voor de aandelen. De geschiedenis leert immers dat de laatste verhoging van de richtrente door de Fed meestal wordt gevolgd door een forse daling van de bedrijfswinsten.

ONTWIKKELING VAN DE TOPIX-INDEX



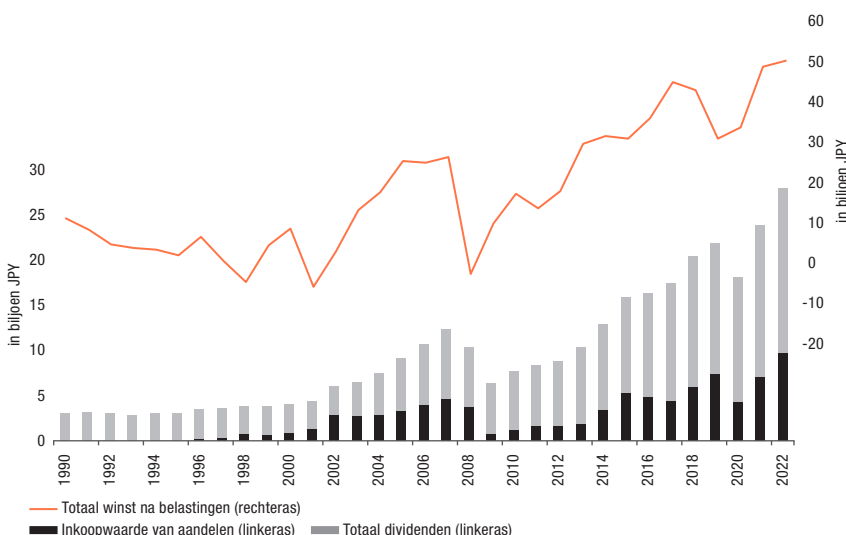
De Japanse markt lijkt eindelijk op adem te komen. In de lokale munt zette de Japanse beurs in het eerste kwartaal de beste prestatie neer, nadat hij ook in 2022 de rest het nakijken al had gegeven. In euro werd die prestatie echter deels uitgehold door de daling van de yen. Eind juni kwam de Nikkei-index voor het eerst sinds 1990 boven de 33.000 punten uit. De Topix-index blijft dan weer zo'n 25% onder zijn niveau van eind 1989. Als we de dividenden meerekenen, komt de index echter bijna 30% boven dat niveau uit. Sinds de dotcomzeepbel begin 1990 is uiteengespat, heeft de Japanse beurs enkele keren een valse start gemaakt, maar nu lijkt ze echt aan een hausse bezig. Het lijkt erop dat beleggers door het recente bezoek van Warren Buffett en zijn beslissing om zijn belangen in een aantal ondernemingen op te trekken, weer interesse krijgen in deze markt.

RENDEMENT VAN JAPANESE ONDERNEMINGEN BUITEN DE FINANCIËLE SECTOR



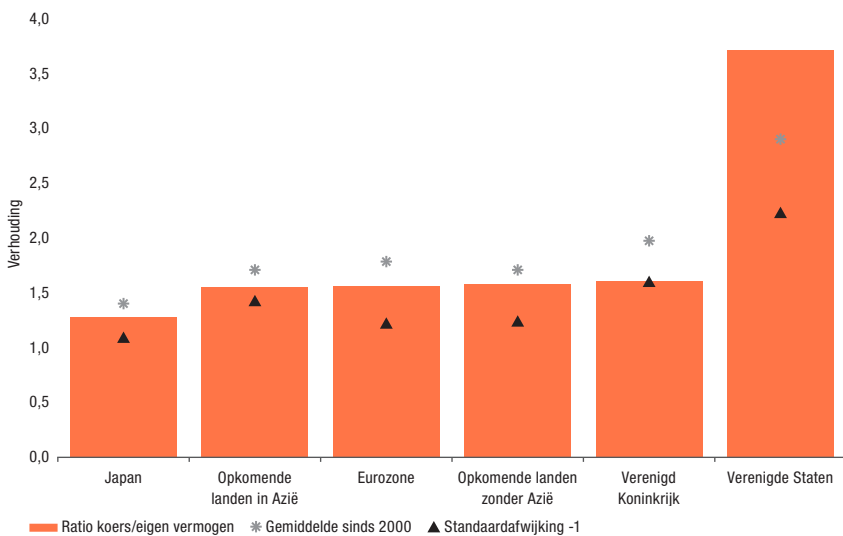
Wat het meest voor de Japanse markt spreekt, is de stijging van de rendabiliteit van de ondernemingen en de betere allocatie van hun kapitaal. Jarenlang was de Japanse markt in zeker opzicht het spiegelbeeld van de Amerikaanse markt, waar aandeelhouderswaarde creëren de grootste obsessie is. In Japan daarentegen was de bedrijfstop nergens echt bezig met aandeelhouderswaarde. Dat blijkt ook uit het grote aantal kruisparticipaties tussen ondernemingen en het hoge niveau aan liquiditeiten die ze op hun balans hielden. Die mentaliteit begon te veranderen toen Shinzo Abe aan de macht kwam en zijn zogenoemde Abenomics-programma doorvoerde. Sindsdien is de rendabiliteit van Japanse ondernemingen geleidelijk aan bijna gestegen tot de internationale niveaus.

DIVIDENDEN EN INKOOP VAN EIGEN AANDELEN IN JAPAN



De trend richting meer aandeelhouderswaarde zal zich de komende jaren doorzetten. De beurs van Tokio heeft onlangs een aantal initiatieven aangekondigd om bedrijven die onder de waarde van hun eigen vermogen worden verhandeld, te verplichten dat recht te trekken. Het aantal actieve aandeelhouders dat tijdens een aandeelhoudersvergadering veranderingen voorstelt, is beduidend toegenomen. De overheid heeft ook belastingvrijstellingen aangekondigd om particuliere beleggers te stimuleren om op de beurs te beleggen. In plaats van koste wat het kost een groter marktaandeel na te streven, kijken Japanse ondernemingen tegenwoordig het rendement van het geïnvesteerde kapitaal en zijn ze bereid om de vruchten van die nieuwe aanpak te delen met hun aandeelhouders door hogere dividenden te betalen of eigen aandelen in te kopen.

RATIO KOERS/EIGEN VERMOGEN VAN DE BELANGRIJKSTE MARKTEN



Bron: Gavkal Research, Macrobond

Bovendien blijft de Japanse markt aantrekkelijk gewaardeerd, zowel in vergelijking met het verleden als in vergelijking met de obligatiemarkt en andere aandelenmarkten. Terwijl de sterke prestatie van de Amerikaanse markt sinds de financiële crisis deels te danken is aan zijn hogere waarderingsratio's, zijn diezelfde ratio's in Japan teruggelopen. Bovendien bukt de markt van ondernemingen die tot de wereldwijde marktleiders in hun sector behoren en een balans van heel hoge kwaliteit kunnen voorleggen. Japan zou overigens ook kunnen profiteren van 'friendshoring', een term die de Amerikaanse minister van Financiën Janet Yellen gebruikt om de trend te beschrijven om de productieketens te verplaatsen naar bevriende landen. Wat de hausse van de Japanse markt tijdelijk zou kunnen tegenhouden, is een forse krimp van de wereldeconomie, aangezien de Japanse bedrijfswinsten in hoge mate zijn blootgesteld aan de wereldwijde conjunctuur.

ONTWIKKELING VAN DE KOERS EUR/JPY



Bron: Bloomberg

Het einde van het huidige monetaire beleid van de Japanse centrale bank zou de aandelenmarkt eveneens kunnen aanzwengelen. In tegenstelling tot haar belangrijkste tegenhangers heeft de Japanse centrale bank de monetaire broekriem ondanks de hogere inflatie niet aangehaald. Ze heeft zelfs haar controle over de rentecurve in stand gehouden. De tienjaarsrente is er geplafonneerd op 0,5%, en dat heeft de yen geweten: de Japanse munt verloor sinds eind 2021 meer dan 15% tegenover de dollar en de euro. Momenteel lijkt ze dan ook zwaar ondergewaardeerd. De nieuwe gouverneur van de Japanse centrale bank, Kazuo Ueda, heeft het monetaire beleid sinds zijn aantreden in april nog niet bijgesteld, maar het huidige beleid wordt wel steeds onhoudbaar. Een verandering zou in principe tot een stijging van de obligatierente en de yen leiden. Dat eerste effect zou lokale institutionele beleggers ertoe aanzetten hun portefeuilles te heroriënteren naar aandelen, en het tweede naar minder beleggingen in het buitenland, terwijl het buitenlandse beleggers wel zou stimuleren om weer in Japan te gaan beleggen.

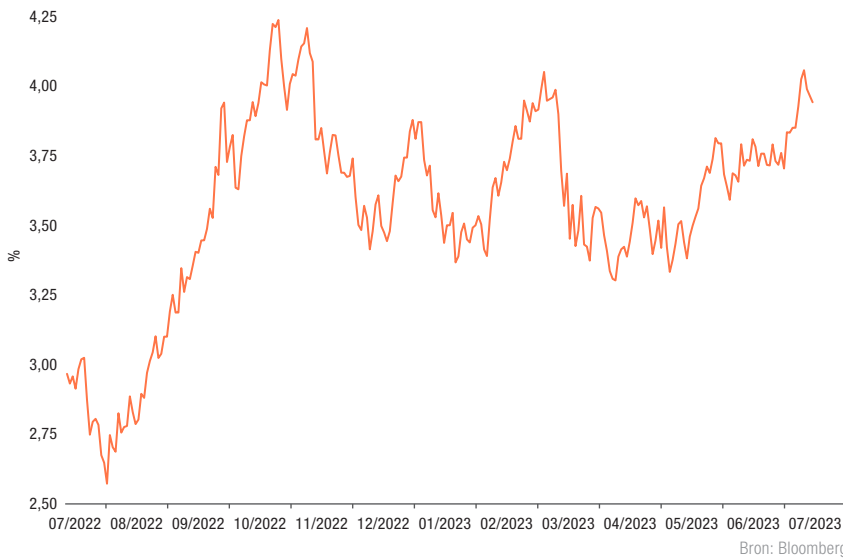
ONTWIKKELING CHINESE EN INDIASE MARKT OVER 5 JAAR



Bron: Bloomberg

De Chinese markt kon niet ontsnappen aan de malaise waar het land de afgelopen twee jaar mee heeft gekampt. De opleving door de heropening van de Chinese economie was geen lang leven beschoren: de markt werd al snel ingehaald door de geopolitieke spanningen enerzijds en de crisis op de lokale vastgoedmarkt anderzijds. De daling van de prijzen in die sector weegt op het gezinsvertrouwen, waardoor de heropening van de economie niet het verwachte effect heeft gesorteerd. De verwachtingen van beleggers over de Chinese markt lijken nu zo laag dat de Chinese markt in de tweede helft van het jaar best wel eens positief zou kunnen verrassen. De boetes tegen Tencent en Ant Group die begin juli werden aangekondigd, lijken het einde in te luiden van de campagne om de technologiesector te reguleren, terwijl het bezoek van de Amerikaanse minister van Financiën aan Beijing het begin kan inluiden van een toenadering tussen China en de Verenigde Staten. India heeft dan weer geprofiteerd van de geopolitieke spanningen en van grote internationale bedrijven die hun toeleveringsketens wilden diversifiëren buiten China. Bovendien houdt het land zich niet aan het westerse embargo tegen Rusland en profiteert het dus van goedkope Russische olie.

ONTWIKKELING VAN DE AMERIKAANSE TIENJAARSRENTE



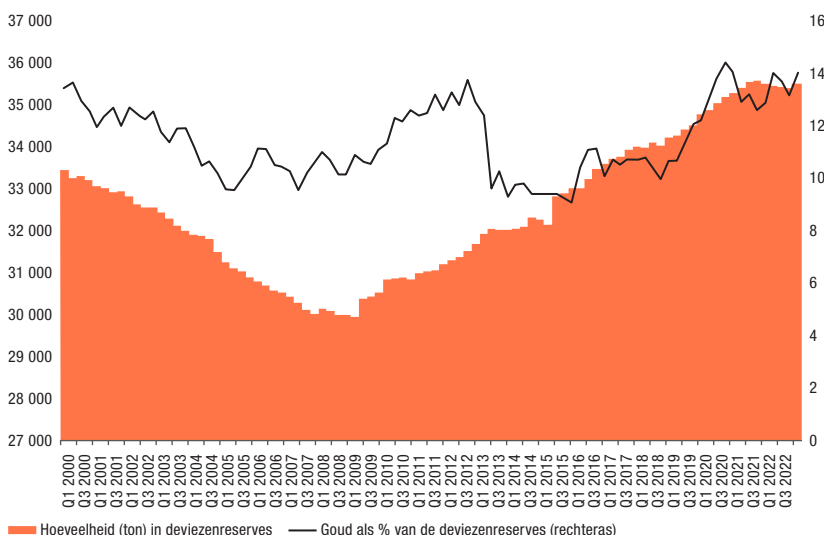
Na een van de slechtste jaren in hun geschiedenis hebben de obligatiemarkten zich in de eerste helft van het jaar gestabiliseerd. Na een piek van 4,25% eind oktober is de Amerikaanse tienjaarsrente zo weer gedaald tot 3,3% begin april. In de eurozone bleef de langetermijnrente rond de niveau van oktober schommelen. Door de recente uittalingen van de Amerikaanse en de Europese centrale bankiers is de langetermijnrente licht gestegen, maar is vooral de inversie van de rentecurves verder geaccentueerd. In de Verenigde Staten kwam de rente op één jaar zo op haar hoogste niveau sinds eind 2000, terwijl die op tien jaar onder het niveau van oktober vorig jaar is gebleven. Normaal gesproken is zo'n forse omkering van de rentecurve een voorbode van een recessie en verwachten beleggers ook dat de kortetermijnrente sterk zal dalen zodra die recessie begint. Staatsobligaties zouden moeten profiteren van de duidelijkere tekenen van een wereldwijde economische vertraging in de tweede helft van het jaar.

GOUDKOERS



Nadat de goudprijs begin april zijn hoogste niveau ooit had bereikt, daalde hij weer wat. Gezien de historisch nauwe correlatie tussen de goudkoers en de reële rente (gecorrigeerd voor inflatie), blijft de schade door de stijging van de rentevoeten (stijging van de nominale rente en daling van de inflatie) verrassend beperkt. Het rendement van aan de inflatie gekoppelde Amerikaanse staatsobligaties is gestegen tot het hoogste niveau sinds de financiële crisis. Dat lijkt te bewijzen dat er andere factoren zijn die de goudkoers beïnvloeden. De eerste van die factoren is de hernieuwde belangstelling van de centrale banken. Terwijl het aandeel van goud in de deviezenreserves rond de eeuwwisseling van 13,5% naar 9,5% daalde en in 2015 nog altijd op dat niveau zat, is het sindsdien gestegen naar zo'n 14 %. Een groot deel van de huidige vraag komt uit landen zoals Rusland en Turkije, die met sancties of een bijzonder hoge inflatie kampen. Bovendien kan goud een belangrijke rol krijgen in het financiële systeem dat sommige landen aan het opzetten zijn als alternatief voor het huidige systeem, dat op de dollar is gebaseerd.

AANDEEL VAN GOUD IN DE DEVIEZENRESERVES



Ondanks de huidige monetaire verkrapping weerspiegelt de goudprijs ook het besef van beleggers dat de rente niet al te lang hoog kan blijven. Door de stijgende rente en de dalende belastinginkomsten gaan de rentebetalingen op schulden met een steeds groter deel van de overheidsinkomsten aan de haal. Tegelijk hebben de grote industrielanden alle begrotingsdiscipline laten varen en hebben ze massale programma's opgestart om de overheidsuitgaven te verhogen. Bovendien leiden de demografische tendensen tot steeds meer uitgaven. Dat de schuldaflossingen onder controle moeten worden gehouden en de steeds toenemende overheidstekorten moeten worden gefinancierd, maakt dat de mogelijkheid om een restrictief monetair beleid te voeren, snel zal wegebben. Als er steeds meer papiergeld in omloop wordt gebracht, zou de munt in kwestie daardoor logischerwijs in waarde moeten dalen ten opzichte van goud, waarvan het aanbod relatief constant is.

Samenvatting

Kortom, het lijkt weinig realistisch dat de opleving van de beurzen in het eerste semester het begin van een nieuwe haussecyclus voor aandelen inluidt. De twee katalysatoren voor de prestaties van de aandelenmarkten, de bedrijfswinsten en de winstratio's blijven op historisch hoge niveaus staan en laten voor de komende jaren heel beperkte rendementen verwachten, althans wat de belangrijkste westerse indexen betreft. De stijging van die indexen is te danken aan een beperkt aantal aandelen, die heel duur zijn geworden.

Het gedrag van de markten tijdens het eerste semester heeft echter eens te meer aangetoond dat niet de rentevoeten, maar wel de winstverwachtingen voor ondernemingen de bepalende factor zijn voor de ontwikkeling van de beurzen op korte termijn. In dat opzicht brengt de opkomst van artificiële intelligentie een heel krachtige dynamiek op gang voor toekomstige productiviteitsverbeteringen.

Als belegger wordt het steeds belangrijker om te kiezen tussen relatief rendement op korte termijn en kapitaalbescherming en -groei op lange termijn. Per definitie zijn voor dat tweede doel minder populaire en dus minder dure aandelen nodig, ook al kunnen die soms nefast zijn voor het relatieve rendement. De Aziatische markten bieden wat dat betreft interessante alternatieven, en niet het minst Japan.

De obligatiemarkten zouden moeten profiteren van een vertraging van de wereldeconomie en de daling van de inflatie. Voor de inflatie worden de vergelijkingen in het tweede semester echter minder gunstig, wegens het basiseffect.

Goud is nog altijd op zijn plaats in een gediversifieerde portefeuille. Aangezien goud geen interest oplevert, moet een belegging in dat edelmetaal evenwel worden opgevat als een verzekering en niet als een kortetermijnbelegging.

Als u onze publicatie "Perspectives" niet meer wilt ontvangen,
kunt u zich uitschrijven via het onlineformulier

www.bdl.lu/noperspectives

Dit document werd met de grootst mogelijke aandacht en zorg opgesteld door BLI - Banque de Luxembourg Investments (BLI). De standpunten of meningen in deze publicatie zijn die van de auteurs en zijn in geen geval bindend voor BLI. De financiële en economische informatie in deze publicatie wordt louter ter informatie verstrekt op basis van de gegevens die bekend waren op de publicatiedatum. Deze informatie vormt geen beleggingsadvies, noch een verzoek of aanbeveling om te beleggen, en mag evenmin worden gezien als fiscaal of juridisch advies. Alle informatie moet met de grootste omzichtigheid worden gebruikt. BLI geeft geen enkele garantie met betrekking tot de juistheid, de betrouwbaarheid, de recentheid of de volledigheid van deze informatie. De aansprakelijkheid van BLI kan niet worden ingeroepen als gevolg van het verstrekken van deze informatie of van beslissingen die een persoon, al dan niet een cliënt van BLI, op basis daarvan neemt, aangezien deze persoon de volledige verantwoordelijkheid voor zijn beslissingen draagt. Potentiële beleggers moeten zich ervan vergewissen dat ze de inherente risico's van hun beleggingsbeslissingen begrijpen en mogen slechts beleggen na rijp beraad, in overleg met hun eigen professionele adviseurs, over de vraag of de voorgenomen beleggingen geschikt zijn in hun specifieke financiële situatie, in het bijzonder rekening houdend met alle boekhoudkundige, fiscale en juridische aspecten. Wij herinneren eraan dat in het verleden behaalde resultaten van financiële instrumenten geen garantie bieden voor de toekomst.

Nr. **176** – 3^e kwartaal 2023

Perspectives

Redactie beëindigd op:
14/07/2023

Redactie en verantwoordelijke uitgever:
BLI - Banque de Luxembourg Investments
16, Boulevard Royal
L-2449 Luxembourg
Tel.: (+352) 26 26 99 33 18
info@bli.lu
www.bli.lu