

CARMIGNAC'S NOTE

BEURSWIJSHEDEN OM HET HEDEN TE BEGRIJPEN EN NIET (TE) BANG TE ZIJN VOOR DE TOEKOMST

10/05/2023 | FRÉDÉRIC LEROUX

De donkere wolken boven de economie en de markten lijken beleggers geen angst aan te jagen. De beursindices zetten hun maandenlange klim voort. Dat lijkt paradoxaal, maar er is een verklaring voor.

Over een ommekeer gesproken! Afgelopen zomer was de stemming onder beleggers uitermate bedrukt. Toch was de voorbije periode bijzonder gunstig voor de aandelenmarkten van de ontwikkelde economieën: +16% voor de S&P 500 en +31% voor de Euro Stoxx 50 tussen eind september 2022 en eind april 2023⁽¹⁾. **Is die indrukwekkende klim zo ongewoon? Wat kunnen we eruit leren voor de komende maanden?**

Deze forse opleving werd voorafgegaan door een monetaire verkrapping⁽²⁾ die zijn weerga niet kende, wat nog werd verergerd door de eerste effecten die de oorlog in Oekraïne op de energieprijzen had. Toch kan een dergelijke stijging van de indices – die in Europa de daling van vorig jaar volledig heeft goedge maakt – niet alleen worden toegeschreven aan het verwachte einde van de monetaire verkrapping of aan de geleidelijke normalisatie van de economische conjunctuur enkele maanden na het uitbreken van de oorlog in Oekraïne, en zelfs niet aan de daling van de Amerikaanse kerninflatie⁽³⁾ vanaf oktober.

De Amerikaanse bankencrisis vergroot de kans op een recessie in de Verenigde Staten

Tegenover die onmiskenbaar positieve factoren staan namelijk een aantal dreigingen, soms met een terugkerend karakter, zoals de geopolitieke spanningen tussen de Verenigde Staten en China, het schuldenplafond⁽⁴⁾ in de VS, de hoge waarderingen van de Amerikaanse aandelenmarkten, en nu ook de energiemix. Er moet ook rekening worden gehouden met de vertragende werking van deze monetaire verkrapping van ongekende omvang. Is de Amerikaanse bankencrisis daar geen overtuigend bewijs van?

De afname van het kredietaanbod die hierdoor ontstaat, vergroot de kans op een Amerikaanse recessie. **Wij verwachten echter slechts een relatief milde recessie, want een diepe recessie zou de houdbaarheid van de schulden in gevaar brengen, iets waarvan de centrale banken zich maar al te goed bewust zijn.** Vervolgens zal de daling van de inflatie naar verwachting resulteren in een stijging van de reële lonen⁽⁵⁾, waardoor de consument de economische schok gedeeltelijk zou kunnen opvangen. Dat zo'n klimaat de markten niet lijkt te deren, is niet ongewoon. Het vormt een afspiegeling van de paradoxale ontwikkeling van de markten, die uiteindelijk weinig vatbaar zijn voor macro-economische of geopolitieke ontwikkelingen en vaker blijf geven van een extreme positionering van beleggers.

De renteverhogingen die de centrale banken in 2022 en 2023 hebben doorgevoerd en de zorgen over de oorlog in Oekraïne hebben namelijk een verkoopgolf veroorzaakt, die heeft geleid tot een uiterst negatieve houding ten aanzien van de aandelenmarkten die niet in verhouding staat tot het nieuws over deze twee belangrijke gebeurtenissen. De markt had zichzelf, door aandelen de rug toe te keren, in een positie gebracht om "de muur van zorgen te beklimmen". ("A bull market climbs a wall of worry", zegt men in het Engels.)

Een al te negatieve positionering in verhouding tot de perceptie van de markten op dat moment, maakt een koersstijging mogelijk. De achterblijvers zien zich gedwongen om tijdens de marktdip te kopen om op de kar te springen. "Buy the dips" is het devies dat men zou moeten volgen om niet onderaan de muur te blijven staan. De muur wordt steeds hoger en de holtes worden opgevuld door deze late en gedwongen aankoo-

(1) Bron: Bloomberg, april 2023. (2) **Monetaire verkrapping**: ingreep van de centrale banken waarbij de rente wordt verhoogd en de liquiditeit in de markt wordt verlaagd om de economie af te remmen wanneer die oververhit raakt en de inflatie dreigt aan te wakkeren. (3) **Kerninflatie**: de inflatie zonder seizoenseffecten, waarin geen rekening wordt gehouden met geregelenteerde prijzen (elektriciteit, aardgas, tabak e.d.) en producten met volatiele prijzen (aardolie, verse levensmiddelen e.d.). (4) **Schuldenplafond in de Verenigde Staten**: het maximumbedrag dat de Amerikaanse overheid mag lenen. Alleen het Congres kan dit verhogen en als er geen akkoord over wordt bereikt, dreigt de begroting vast te lopen. (5) **Stijging van de reële lonen**: stijging van de lonen na aftrek van de inflatie.

pen zolang de positionering te zwak blijft. Tenzij er een echte negatieve verrassing optreedt – bij voorkeur exogeen – zoals de uitbarsting van de coronapandemie begin 2020, waardoor de paradoxale klim van 2019 ruw werd onderbroken.

Deze bankencrisis kan de langverwachte daling van de prijzen inluiden en een oplossing aandragen voor de economische vertraging: monetaire versoepeling

Wat moeten we, nu we dat weten, verwachten voor de komende maanden, die typerend zijn voor het einde van de cyclus, met aandelenmarkten die heen en weer worden geslingerd tussen de hoop op een pauze in de monetaire verkrapping en de vrees voor een verslechtering van de conjunctuur? **De huidige positionering van beleggers is aanzienlijk minder negatief dan afgelopen zomer. Toch zijn er nog steeds grote vermogensbeheerders, zowel gediversifieerde als alternatieve, die op dit moment sterk onderbelegd zijn en dus een verdere stijging van de markt in de hand kunnen werken.**

Bovendien, gezien de dreigingen die op de economie en de markten wegen, zullen deze laatste fundamenteel slecht nieuws moeten omzetten in goed nieuws voor henzelf ("Bad news is good news!"), zoals het geval was in het voorgaande decennium, toen de aanhoudend zwakke economische bedrijvigheid een garantie vormde voor monetaire steun en liquiditeiten, wat gunstig was voor de waarderingen.

De Amerikaanse bankencrisis is een mogelijke kandidaat voor deze transformatie van slecht nieuws in goed nieuws. Als de bankencrisis leidt tot een afname van het kredietaanbod en de Amerikaanse centrale bank ertoe dwingt om massaal liquiditeit in het financiële systeem te injecteren, kan een dergelijke crisis, die een neerwaartse druk uitoefent op de bedrijvigheid en dus de prijzen, tegemoetkomen aan de verwachting van de markt en tegelijkertijd een oplossing aandragen voor de economische zwakte: een versoepeling van het monetair beleid. **De paradox van een markt die blijft stijgen ondanks bedreigende kerncijfers zou dan kunnen voortduren zolang een diepe recessie wordt vermeden.**

DISCLAIMER

Bron: Carmignac. **Belangrijke juridische informatie.** Dit document is gepubliceerd door Carmignac Gestion S.A., een door de Franse toezichthouder Autorité des Marchés Financiers (AMF) erkende vermogensbeheerder, en zijn Luxemburgse dochteronderneming, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., een door de Luxemburgse toezichthouder Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) krachtens artikel 15 van de Luxemburgse wet van 17 december 2010 erkende beheermaatschappij van beleggingsfondsen. «Carmignac» is een gedeponeerd merk. «Investing in your Interest» is een aan het merk Carmignac verbonden slogan. Dit document vormt geen advies met het oog op een belegging in of arbitrage van effecten of enig ander beheer- of beleggingsproduct of enige andere beheer- of beleggingsdienst. De in dit document opgenomen informatie en meningen houden geen rekening met de specifieke individuele omstandigheden van de belegger en mogen in geen geval worden beschouwd als juridisch, fiscaal of beleggingsadvies. De informatie in dit document kan onvolledig zijn en kan ook zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Dit document mag noch geheel noch gedeeltelijk worden gereproduceerd zonder voorafgaande toestemming.

Carmignac Gestion - 24 place Vendôme - 75001 Paris. Tel: (+33) 01 42 86 53 35 – Door de AMF goedgekeurde maatschappij voor portefeuillebeheer.
Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 15 000 000 € - Parijs Handelsregister B 349 501 676.
Carmignac Gestion Luxembourg - City Link, 7 rue de la Chapelle - L-1325 Luxembourg. Tel: (+352) 46 70 60 1 – Filiaal van Carmignac Gestion. Door de CSSF goedgekeurde beheermaatschappij van beleggingsfondsen. Naamloze Vennootschap met een kapitaal van 23 000 000 € - Luxemburg Handelsregister B 67 549.