De bull-markt is dichterbij dan je denkt

Beschrijving

De toespraak van president Trump op 1 april heeft meer vragen opgeroepen dan beantwoord. Hoewel hij de overwinning heeft uitgeroepen, klinkt zijn boodschap eerder als een sales pitch dan als een geloofwaardige afronding van het conflict. Ondertussen houdt hij de deur open voor nog twee tot drie weken intensieve bombardementen. Zelfs binnen zijn eigen partij heerst opvallende stilte, vicepresident Vance houdt nadrukkelijk afstand, en van de NAVO-bondgenoten is al helemaal geen steun te bespeuren. Wie deze oorlog heeft gewonnen, zal door historici moeten worden bepaald. Voorlopig staat Trump er alleen voor.

Een Iraanse overwinning in vermomming

Het meest waarschijnlijke scenario voor het einde van het conflict lijkt een wederzijdse de-escalatie waarbij Iran de controle behoudt over de Straat van Hormuz en het regime overeind blijft. In de praktijk zou dit neerkomen op een Iraanse overwinning. Dat beteken ook dat het Iraanse proxy-netwerken van Hezbollah, Hamas en de Houthiâ??s blijft bestaan. Teheran beschikt over een beproefd draaiboek om buurlanden onder druk te zetten, zoals het eerder heeft gedaan in IsraÃ«l, Libanon, SyriÃ«, Irak en Jemen. De Golfstaten zouden geconfronteerd worden met zware Iraanse heffingen op hun olie-export door de Straat van Hormuz.

Bovendien zal Iran alles op alles zetten om zijn nucleaire programma te versnellen. De les van dit conflict is dat alleen landen met kernwapens kunnen hun soevereiniteit werkelijk beschermen. Dat maakt non-proliferatie wereldwijd een stuk lastiger. Ondertussen profiteren Rusland en China van de verzwakte Amerikaanse geloofwaardigheid, terwijl de scheuren binnen de NAVO alleen maar groter worden. De kosten-batenanalyse van Trumps oorlog valt bijzonder ongunstig uit.

Beperkte economische schade

Ondanks de geopolitieke onrust is de economische schade van de oorlog tot nu toe verrassend beperkt. De olieprijs is sinds eind februari met ongeveer 75 procent gestegen, maar dat is nog altijd onder de historische drempel (doorgaans een verdubbeling) die nodig is om de wereldwijde groei serieus te raken. De afhankelijkheid van olie is in de grote economieÃ«n de afgelopen decennia flink afgenomen, waardoor de gevoeligheid voor prijsschokken veel kleiner is dan vroeger.

De inkoopmanagersindices van China, de Europese Unie en de Verenigde Staten zijn in maart allemaal boven de 50-puntengrens uitgekomen, wat duidt op groei in de verwerkende industrie. Dat is de eerste keer sinds 2022 dat alle drie de regioâ??s tegelijk in expansie verkeren. Het consumentenvertrouwen in de VS is gestabiliseerd, de wereldwijde export trekt aan (met Chinese exportgroei van maar liefst 40 procent) en de Amerikaanse arbeidsmarkt laat tekenen van geleidelijk herstel zien. Van een oorlogsrecessie is vooralsnog geen sprake.

Inflatie en monetair beleid

De olieprijsstijging is een aanbodschok waarop monetair beleid weinig grip heeft. Renteverhogingen boven op een aanbodschok zouden de economische schade alleen maar vergroten zonder de onderliggende oorzaak weg te nemen. Het werkelijke risico voor de markt op korte termijn is dan ook niet de geopolitieke achtergrond, maar de aanscherping van financiÃ«le condities via rentestijgingen en obligatievolatiliteit. Ironisch genoeg is datzelfde mechanisme ook wat uiteindelijk verlichting kan bieden: als de obligatiemarkt verder onder druk komt, zal de Fed gedwongen worden haar koers bij te stellen.

Ondanks een reeks forse aanbodschokken in de afgelopen jaren (de pandemie, agressieve tariefverhogingen en nu de oliecrisis) is de kerninflatie gemeten aan de PCE-index stabiel rond de 3 procent gebleven. De loonontwikkeling vertraagt geleidelijk, terwijl de productiviteitsgroei aantrekt. Kunstmatige intelligentie speelt daarin een niet te onderschatten rol. Bedrijven gebruiken AI niet zozeer om mensen te vervangen, maar om kosten te optimaliseren en marges te verbeteren. Dat is een krachtige desinflatoire kracht. Die combinatie maakt het aannemelijk dat de desinflatietrend op niet al te lange termijn weer de overhand krijgt.

Angst regeert, niet de fundamenten

De S&P 500 bereikte op maandag zijn laagste slotkoers van het jaar en stond op dat moment 9,1 procent onder het recordniveau van 27 januari, op een haar na een technische correctie, die formeel bij een daling van 10 procent begint. Maar wie denkt dat de bredere markt complacent is gebleven, vergist zich. Meer dan de helft van alle aandelen in de Russell 3000 noteert inmiddels meer dan 20 procent onder de hoogste koers van het afgelopen jaar.

De correctie van het eerste kwartaal heeft de forward koers-winstverhouding van de S&P 500 met circa 17 procent gecomprimeerd, waarmee die voor het eerst sinds april vorig jaar onder de 20 is gezakt. Tegelijkertijd zijn de winstverwachtingen voor het hele jaar juist verbeterd: analisten gaan nu uit van een collectieve winstgroei van circa 19 procent op forward basis, terwijl de gerealiseerde winstgroei momenteel rond de 14 procent ligt. Historisch gezien eindigden olieschokken alleen in een recessie als de winstgroei al aan het vertragen of negatief was. Dat is nu niet het geval, de winsten versnellen juist. De markt prijst dan ook geen recessie in, maar wel aanhoudende onzekerheid over olie en andere grondstoffenstromen zolang de Straat van Hormuz niet volledig vrijelijk bevaren kan worden.

Wat de markt werkelijk bezighoudt, is niet de olie maar de rente. De correlatie tussen aandelen en obligatierendementen is de afgelopen maanden sterk negatief geworden: aandelen reageren inmiddels bijzonder gevoelig op stijgende rente, gevoeliger dan in jaren. Dat is het directe gevolg van de meer restrictieve koers die de Fed en andere centrale banken hebben ingezet. Het goede nieuws: de Fed reageert sneller op volatiliteit in obligatiemarkten dan op aandelenkoersen. Als de rente verder oploopt en de obligatiemarkt onstuimiger wordt, vergroot dat de kans op een draai naar een minder restrictief beleid en dat is precies de katalysator die de bull-markt nodig heeft.

Tussentijdse verkiezingen op komst

Trump heeft in zijn tweede termijn precies het tegenovergestelde gedaan van wat hij beloofde. In plaats van belastingverlagingen kwamen er importheffingen. In plaats van vrede kwam er oorlog. Met de tussentijdse verkiezingen in aantocht groeit de druk om van koers te veranderen. Zijn toespraak van 1 april bevatte opvallend veel aandacht voor binnenlandse economische themaâ??s, wat erop kan wijzen dat een draai ophanden is.

De verwachting is dat Trump, zodra het conflict in Iran afbouwt, zal terugkeren naar zijn binnenlandse agenda van fiscale stimulering en verdere deregulering. Maar de markt geeft al signalen dat ze vooruitloopt op die ommekeer. De zware koersdalingen in de breedte van de markt, de gecomprimeerde waarderingen en de aanhoudend sterke winstgroei zorgen er samen voor dat de risico-rendement-verhouding over de komende zes tot twaalf maanden gunstiger is dan aan het begin van het jaar. Een koersstijging van 20 procent richting de 7.700 punten voor de S&P 500 ijkt ambitieus, maar wie herinnert zich de rally van 35 procent die vorig jaar volgde op de diepste koersdalingen door tariefchaos? Zodra de monetaire tegenwind draait, kan de hervatting van de bull-markt sneller komen dan de meeste beleggers verwachten.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via

www.aureus.eu/nieuwsbrief