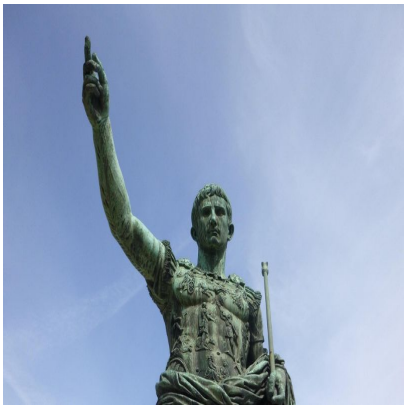

Bull-markt-correctie, Bear-markt of Rotatie

Beschrijving

Het is een bijzondere tijd van het jaar, namelijk de Idus van maart. De Romeinen deelden de maand niet op in dagen, maar in drie vaste punten: de Nonen was de vijfde of de zevende dag, de Idus de dertiende of de vijftiende en de Kalenden de eerste van de volgende maand. De Idus van maart was een belangrijke religieuze dag in het oude Rome en stond bekend als de dag waarop schulden vereffend werden. Verder is het vooral bekend als de dag waarop 2069 jaar geleden Julius Caesar werd vermoord, sindsdien een dag van verraad en onrust.

Die onrust medio maart zien we sindsdien wel vaker terug in de financiÃ«le wereld. Zo barstte exact vijfentwintig jaar geleden de dotcom-zeepbel. De Idus van maart onderstreept wederom de onvoorspelbaarheid van financiÃ«le markten en ze herinneren ons aan het inherente risico van het beleggen in aandelen. Dat risico is nu eenmaal de prijs die iedere belegger moet betalen voor het hogere rendement op aandelen.

Vergelijking dotcom-correctie en huidige Big Tech-correctie

Tegenwoordig wordt regelmatig een vergelijking getrokken tussen de sterke stijging van de dotcom-aandelen en de recent sterke stijging van Big Tech-aandelen, specifiek de Magnificent Seven. Toch zijn er vooral verschillen. Waar dotcom vooral bestond uit gebakken lucht, waar de waarde werd bepaald op basis van eyeballs en clicks-per-minute, verdienen de bedrijven uit de Magnificent Seven echt geld. Het zijn vaak bedrijven die hun marge kunnen verbeteren door simpelweg de prijs te verhogen. Dat is alleen niet het geval bij Tesla, daar zorgt een hogere prijs voor minder vraag. Doordat de bedrijven in de Magnificent Seven sterk groeien, heeft het niet zo veel zin om naar historische waarderingen te kijken. Het gaat er vooral om welke kasstromen deze bedrijven in de toekomst kunnen genereren. Op basis van de taxaties voor volgend jaar zijn die bedrijven ronduit goedkoop. Nvidia, Amazon en Microsoft staan op 20 keer de getaxeerde winsten, Alphabet op 13 keer, Meta op 15 keer en Apple op 23 keer. Niet bepaald zeepbel-waarderingen.

Bull-markt-correctie, bear-markt of rotatie

Toch zijn het met name de Magnificent Seven aandelen die sinds 19 februari (de afgelopen drie weken) onder druk staan. Omdat die zoâ??n groot deel uitmaken van de index, zorgt deze correctie meteen voor een correctie op de bredere markt waardoor aandelen dit jaar in de min staan. Op zich is zoâ??n correctie na twee jaren van meer dan 20 procent rendement op aandelen niet zo vreemd.

De vraag is alleen of er sprake is van een bull-markt correctie, de start van een nieuwe bear-markt of niet veel meer dan een rotatie in de aandelenmarkt. Voor de goede orde, een bull-markt correctie is een correctie van een procent of tien op de aandelenmarkt en is vaak niet veel meer dan even stoom afblazen, omdat de beurs wat te ver vooruitgelopen is op de fundamenten, terwijl de fundamenten zelf niet zijn gewijzigd. Wie daarop wil inspelen moet twee keer goed â??timenâ??, Ã©Ã©n keer eruit en Ã©Ã©n keer er ook weer in. Dat zijn dus twee keer kosten, met het grote risico dat de verder opgaande beweging wordt gemist. Er zijn ook bear-markt correcties. Dan is er iets fout met de fundamenten. Een bear-markt is een correctie van meer dan 20 procent. Vaak valt een bear-markt samen met een (winst)recessie. Op lange termijn volgen aandelen namelijk de ontwikkeling van de winst per aandeel.

Het voorspellen van een correctie

Nu is het bijzonder lastig om exact te voorspellen of er sprake is van een bull-markt correctie of een bear-markt. Euforie laat zich namelijk minder makkelijk meten dan angst. Het voordeel van angst is dat het erg besmettelijk is en als iedereen daarmee is aangestoken, staan we op de bodem. Euforie is veel meer een geleidelijke ontwikkeling en een euforische stemming kan bovendien veel langer aanhouden dan een periode van extreme angst. Op een periode van extreme angst volgt meestal een scherp koersherstel. Vervelend voor wie die markt probeert te voorspellen, want hele slechte dagen zijn daardoor vaak geclusterd rondom hele goede dagen. Bij elke koersdaling zijn er weer broodetende profeten die het einde der tijden voorspellen, maar die een week later door de markt in hun hemd worden gezet.

Een periode van euforie hoeft niet gevolgd te worden door een scherpe correctie. Als de fundamenten goed blijven, is er vaak sprake van een correctie in de tijd. Koersen maken dan een pas op de plaats en bewegen soms langere tijd zijwaarts. In dat geval heeft het geen enkel nut om te voorspellen wanneer de correctie begint en ook weer stopt; daarop inspelen gaat sowieso ten koste van het rendement. Ook het uiteenspatten van een zeepbel kan voor een bear-markt zorgen, maar daarvoor is dan wel vereist dat de markt abnormaal hoog is gewaardeerd. Dat was wel het geval tijdens de dotcom-bubbel, maar is nu niet het geval tijdens de AI-bubbel. Er is (nog) geen sprake van een zeepbel, hoewel aan alle voorwaarden voor het ontstaan van zoâ??n zeepbel is voldaan.

Rotatie in de aandelenmarkt

Het alternatief voor een bull-markt correctie of een bear-markt correctie is een rotatie. Er zijn verschillende signalen dat de correctie van de afgelopen drie weken eigenlijk een rotatie is binnen de

aandelenmarkt. Op maandag tien maart daalde de Nasdaq met maar liefst vier procent op Ã©Ã©n dag, maar presteerden defensieve aandelen veel beter en stonden verschillende cyclische aandelen zelfs in de plus. Niet bepaald het beeld dat past bij een komende recessie.

Verder blijkt de correlatie binnen de aandelenmarkt bijzonder laag, terwijl juist in een correctie de correlatie omhoogvliegt. Dat blijkt niet alleen uit de grote verschillen binnen de Amerikaanse aandelenmarkt, maar uit de toenemende regionale verschillen. Europese en met name Aziatische aandelenmarkten presteren veel beter. Verder hoort een sterke stijging van de Vix-index bij een correctie. Nu komt de Vix niet boven de 30 punten uit, terwijl die in de bull-markt correctie in de eerste week van augustus 2024 nog boven de 60 uitkwam. Een rotatie uit de Magnificent Seven lijkt al snel op een bredere correctie door het zware gewicht van deze aandelen in de wereldindex.

Oorzaken onrust op financiÃ«le markten

Meestal wordt er bij een correctie in de financiÃ«le markten snel een hoofdschuldige aangewezen. In de media werkt dat ook goed. Toch is juist hier het gevaar van een tunnelvisie. Meestal zijn er verschillende factoren die een rol spelen. Dat is waarschijnlijk ook dit keer het geval:

1. Allereerst gaan aan deze correctie twee jaren met koersstijgingen van meer dan 20 procent per jaar vooraf. Deze opgaande beweging ging vorig jaar na de overwinning van Trump over in het Amerikaanse exceptionalisme, een vorm van euforie over de Amerikaanse aandelenmarkt. Ondanks (of dankzij) de grote outperformance zou het voortaan alleen nog maar om de VS gaan. Het gewicht van de VS in de wereldindex bereikte een hoogtepunt en AziÃ« en Europa werden genegeerd. Europa en AziÃ« waren typische value-regioâ??s geworden: undervalued, underresearched en underowned. Deze twee contrasten worden wel vaker gevolgd door een tegenovergestelde beweging.
2. De discussie over het exceptionalisme van de VS begon al voor de overwinning van Trump, beter bekend als â??The Trump Tradeâ??. Inmiddels staat The Trump Trade sinds de overwinning van Trump in de min. Voorafgaand aan die overwinning was bekend dat een deel van het beleid van Trump positief was voor economie en beurs, maar een deel ook niet. We horen echter weinig over belastingverlagingen en deregulering (het positieve deel van het beleid), maar meer over deportaties en DOGE (het negatieve deel van het beleid).
3. Daarnaast blijken de importtarieven onvoldoende om deals te bewerkstelligen. Het probleem met steeds weer dezelfde strategie, beschreven in â??The art of the dealâ??, is dat de markt er dit jaar schouderophalend op reageerde. En als de markt het niet gelooft, dan gelooft de tegenpartij het ook niet. Er zat niets anders op voor Trump om de lat hoger te leggen, met extremere eisen en die eisen krijgen dus ook vat op de markt. Bovendien zorgt het vele nieuws rondom importtarieven voor onzekerheid bij producenten en consumenten.
4. Tegenover tegenvallers rondom het Amerikaanse exceptionalisme staan opvallende meevallers in Europa en AziÃ«. Het einde van de oorlog in OekraÃ¯ne is in zicht. Doordat de Russen op alle gebied hun gelijk krijgen, is er noodgedwongen een omslag in het Europese denken. Make Europe Great Again. Dat wordt nog eens versterkt door verkiezingen in Duitsland, waardoor er op korte termijn een twee-partijen-coalitie komt onder leiding van bondskanselier Merz die wil doorpakken. Verder wil niemand in de nieuwe Bondsdag meer op de schuldenrem staan.

Daardoor ligt er een infrastructuurpakket van 500 miljard en worden nieuwe eurobonds uitgegeven voor een Europees defensiepakket van 800 miljard. In het Chinese volkscongres is ondertussen een stevig pakket bekendgemaakt om de Chinese economie te stimuleren. Bovendien heeft de toenadering tussen Xi Jinping en Jack Ma â?? niet geheel toevallig drie weken geleden â?? in combinatie met de introductie van DeepSeek de animal spirits in China ook weer tot leven gewekt. China is daardoor niet langer een plek om te mijden, maar eerder een strategisch onderdeel in portefeuille.

5. Het vele nieuws rond de tarieven, de vele aanpassingen, de aanvullingen en de onzekerheid op handelsgebied zorgen ook voor onzekerheid bij producenten en consumenten. De groeiverwachting ten aanzien van de Amerikaanse economie dit kwartaal zijn fors naar beneden bijgesteld door tegenvallende detailhandelsverkopen, maar ook omdat vooruitlopend op de tarieven veel bedrijven voorraden hebben aangelegd. Dat drukt het kwartaal daarna de groei. Daarin lezen sommige wellicht een aanstaande recessie, maar waarschijnlijk is men daarmee te somber over onderliggende eindvraag.
6. De rotatie uit Amerikaanse tech-aandelen is tegelijkertijd ook een rotatie naar Chinese tech-aandelen. Die rotatie is al enige tijd aan de gang. Over de afgelopen drie jaar (!) staat de Nasdaq 30 procent in de plus, de Chinese KWEB (vol met Chinese tech-aandelen) staat 60 procent in de plus, vooral dankzij de koersontwikkeling sinds september vorig jaar. Toch is deze rotatie niet gebaseerd op tegenvallende ontwikkelingen op het gebied van kunstmatige intelligentie. Het enige wat de Amerikaanse tech-aandelen niet meer hebben is het aureool van een monopolie. Maar ook zonder dat aureool zijn ze dankzij de daling aantrekkelijk gewaardeerd.

Scenarioâ??s

In de afgelopen jaren rekenden veel economen op een recessie. In het najaar van 2022 was dat zelfs 85 procent. Dat was vreemd omdat tegelijkertijd de Amerikaanse consument over 2 biljoen dollar extra besparingen kon beschikken als gevolg van Corona. Daarnaast stonden er veel vacatures open en was er in verschillende sectoren sprake van een tekort aan personeel. Op dit moment ligt de werkloosheid nog altijd laag, maar is het aantal vacatures wel teruggelopen. De Amerikaanse consument staat er nog altijd goed voor, maar het Coronageld is wel op. Toch is het in de geschiedenis niet eerder voorgekomen dat de verhouding tussen de waarde van het inkomen en de netto-waarde van de activa van dezelfde consument zo sterk is gestegen. Ook zonder de Corona-gelden kunnen consumentenbestedingen verder groeien.

Het scenario met een kans op een recessie is dan wel gestegen, maar onvoldoende om het als basisscenario te bestempelen. Ons basisscenario is nog steeds het Uber-Goldilocks-scenario: door hoge productiviteit is de economische groei hoger (met name in de VS) terwijl diezelfde productiviteit de inflatie onder controle kan houden. Daarbij komt de aandacht voor de aanbodseconomie (vergelijkbaar met Reaganomics) onder Trump, Milei en Draghi (lagere belastingen, deregulering, begroting op orde, reflatie en financiÃ«le repressie), en ook de vele investeringen door de overheid. Dit scenario is zelfs nog beter dan de tweede helft jaren negentig op de beurs.

Het is 100 jaar geleden dat deze combinatie eerder voorkwam, een periode die we nu kennen als de â??roaring twentiesâ??. Overigens waren er ook in de jaren negentig forse correcties (AziÃ« crisis en de LTCM-Ruslandcrisis) die ieder op zich ook een uitstekend instapmoment vormden. Voordeel van zoâ??n correctie (toen maar ook nu) is dat centrale banken het beleid verruimen, waarmee ze zorgen voor brandstof voor verder stijgende koersen. Centrale banken hebben bovendien voldoende ruimte om de rente te verlagen.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin