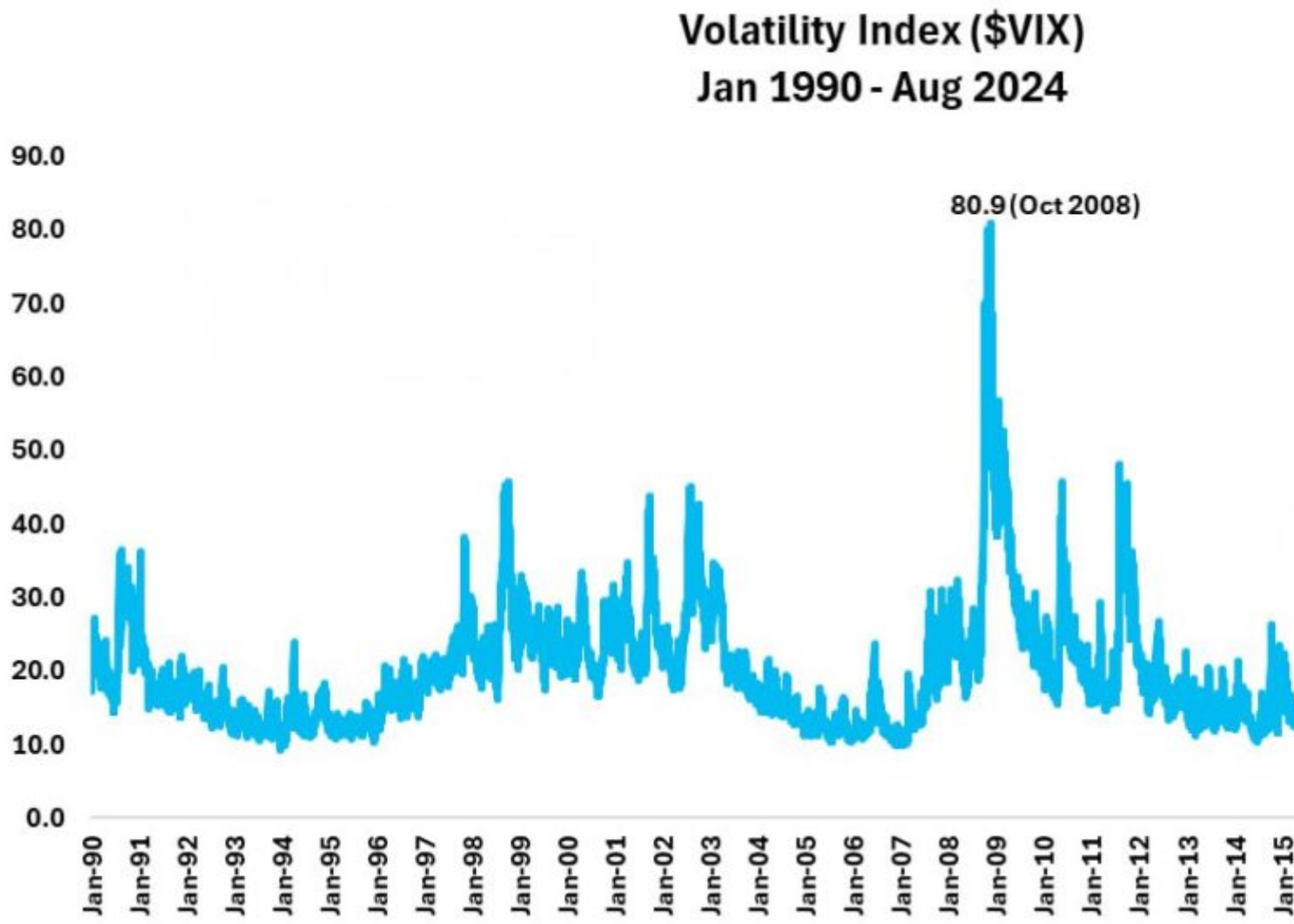
De pauze die ververst

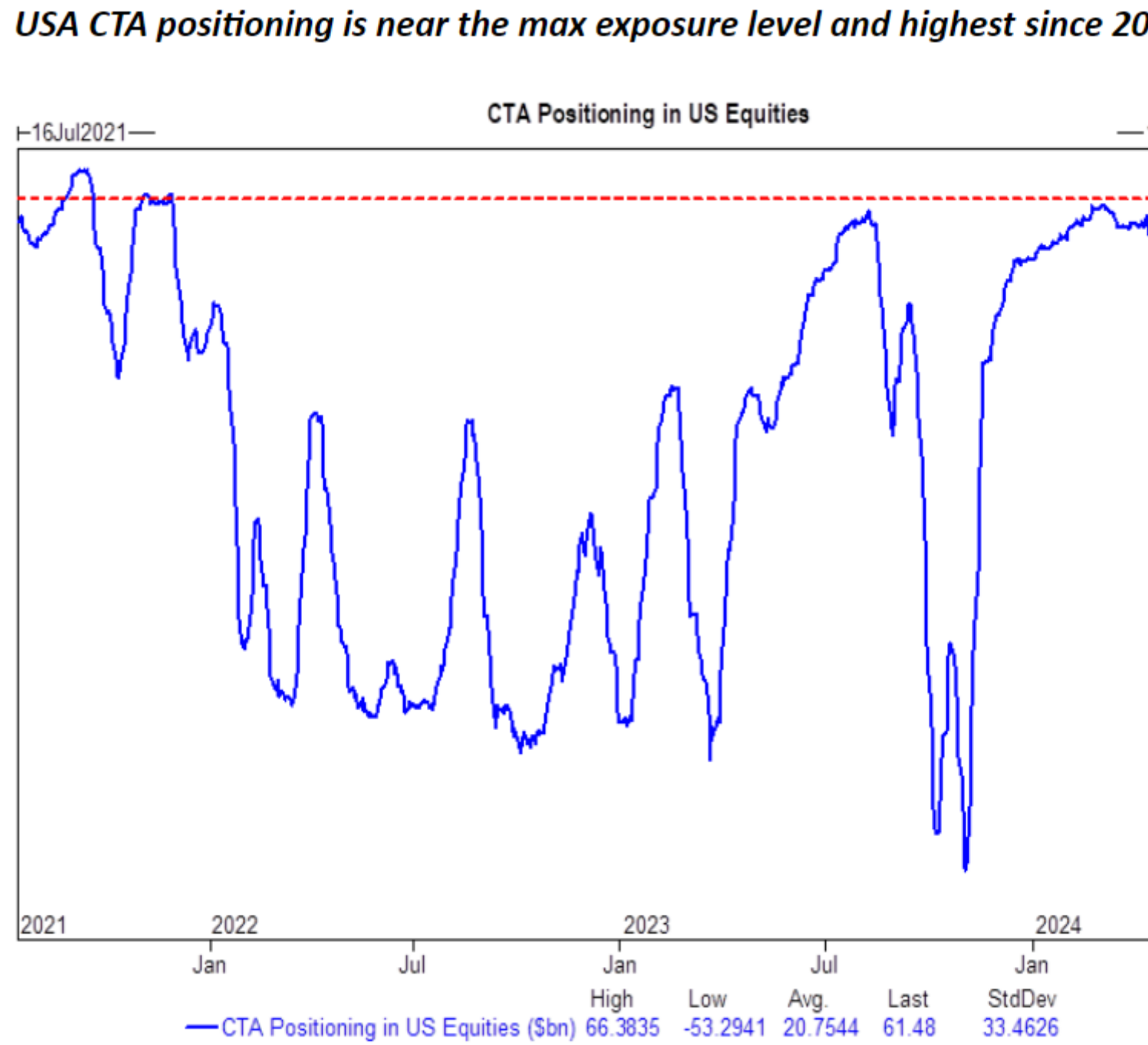
Beschrijving

De meeste aandelenmarkten zijn de afgelopen week licht hoger gesloten. Het dieptepunt afgelopen week lag rond de opening van de Amerikaanse beurs op maandag toen de VIX-index opeens boven de 60 punten uitkwam. Zoals zo vaak is er niet Ã©Ã©n oorzaak, maar de angst werd wel gevoed door de grootste koersval in de Nikkei sinds de krach van 1987. Een VIX van boven de 60 maakt dingen gemakkelijk voor iemand die graag contrair wil beleggen. Dat hebben we de afgelopen 30+ jaar slechts twee keer eerder gezien. Op het dieptepunt van de Grote FinanciÃ«le Crisis en op het dieptepunt van de Coronapandemie. Alle twee uitstekende instapmomenten. Hoewel dit keer de uitstekende fundamenten de verliezen beperkt hield, is het opwaarts potentieel voor dit en volgend jaar vergelijkbaar met de vorige keren dat dit gebeurde. In snel tempo vallen onzekerheden weg.



Einde van de carry trades

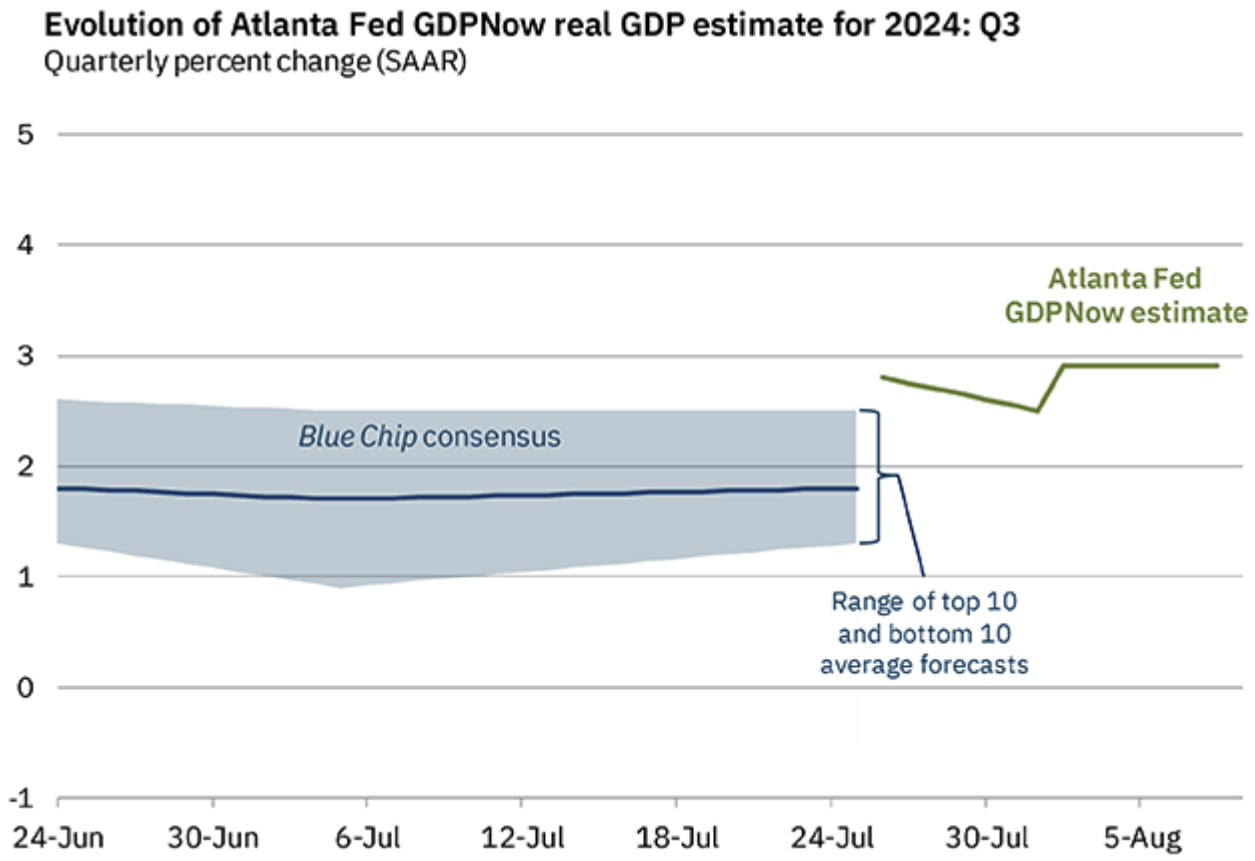
Vorige week verhoogde de Bank of Japan de rente van 0,1 naar 0,25 procent. Op zich lijkt dat een non-event, maar de rechtvaardiging voor de renteverhoging kon onvoldoende worden gevonden in de Japanse economie of de Japanse inflatie. De rente ging in Japan omhoog om de Japanse yen te steunen. Daarmee bereikte de Bank of Japan twee zaken. Waar de eerdere steunaankopen van het Japanse ministerie van FinanciÃ«n geen invloed had op de ontwikkeling van de yen, had deze aanpassing in het monetaire beleid dat wel. De munt werd in snel tempo sterker. Veel belangrijker was de impliciete boodschap aan Japanse beleggers die yen lenen en uitzetten in hoger rentende valuta. Deze gemakkelijke carry trade is voorbij. Japan is niet langer de oneindige bron van gratis geld. Dat hielp de VIX wel omhoog waardoor ook andere meer momentum gedreven of risk parity arbitrages opeens posities moeten afwikkelen.



Schoon schip

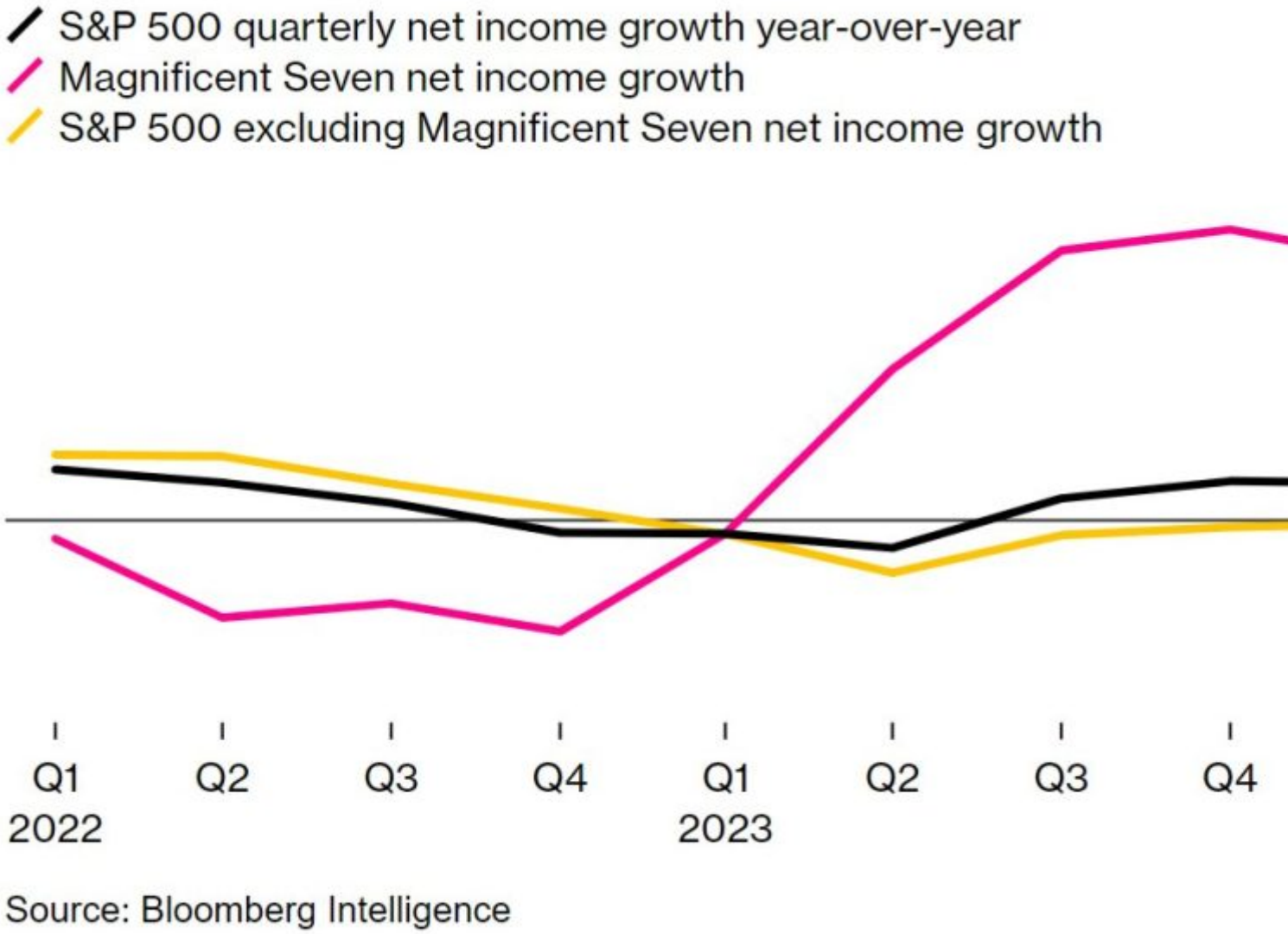
Het feit dat veel speculanten in snel tempo schoon schip moeten maken, betekent potentieel dat beurzen fors onder druk kunnen komen. Er was dan ook de nodige volatiliteit en alle beleggingen die het daarvoor goed hadden gedaan, stonden afgelopen week onder druk. Het niveau van de VIX was extreem en dat zorgt er voor dat die afwikkeling ook snel achter de rug is. Dat verklaart mede het sterke hersel in de yen. Het is bijzonder dat riskmanagement nog altijd volatiliteit (V@R) gebruikt om risicoposities te bewaken, zeker na de negatieve ervaringen tijdens de Grote FinanciÃ«le Crisis. Diezelfde crisis heeft er wel voor gezorgd dat de risicolimieten veel lager zijn afgesteld en dat

â??margin callsâ?? alleen een probleem opleveren voor de speculant, niet langer voor de financiÃ«le instelling. Het goede nieuws is dat speculatieve posities snel zijn afgebouwd.



Recessie-angst overdreven

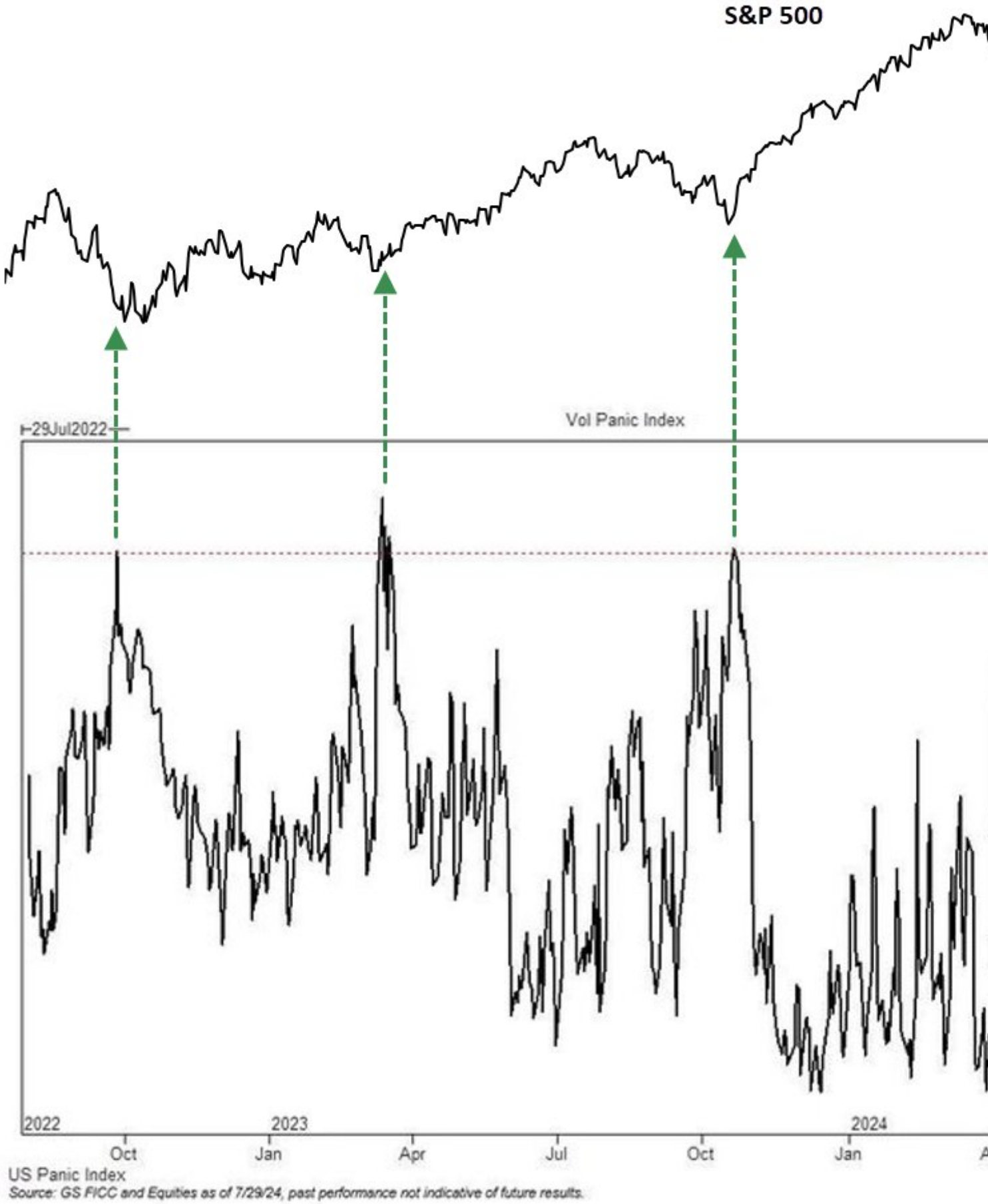
Aanleiding voor de onrust op de beurzen waren tegenvallende Amerikaanse macrocijfers. Toch bleek afgelopen week dat deze tegenvallers vrij eenvoudig waren te nuanceren. Tegenover de oplopende werkloosheid en een tegenvallend banenrapport waren de wekelijkse aanvraag van werkloosheiduitkeringen deze week lager dan verwacht. Bovendien blijkt de tegenvaller in de arbeidsmarktstatistiek vooral een gevolg van meer aanbod, niet van minder vraag. Verder werd het tegenvallende cijfer uit de inkoopmanagersindex voor producenten deze week gecompenseerd door meevallende cijfers voor de inkoopmanagersindex uit de veel grotere dienstensector. Het is gevaarlijk om macro-cijfers uit 1 maand te extrapoleren naar de toekomst. Dit keer zorgde bijvoorbeeld het orkaanseizoen voor verstoringen. Verder kan een economisch ongunstige timing van Pasen en de Amerikaanse Onafhankelijkheidsdag ervoor zorgen dat een meevaller er uitziet als een tegenvaller. Gelukkig schetsen de individuele bedrijven een veel positiever macrobeeld.



Source: Bloomberg Intelligence

Bedrijfscijfers vallen mee

De resultaten van bedrijven afgelopen week bevestigen het beeld dat het een uitstekend kwartaal was voor veel bedrijven. Bedenk dat voorafgaand aan dit kwartaal de cijfers nauwelijks zijn verlaagd. Normaal zijn er altijd veel aanpassingen. Dit keer kwam 78 procent van de bedrijven in de S&P 500 met een positieve verrassing. De winstgroei komt voor het eerst in lange tijd boven de 10 procent uit. Waar de winstgroei afgelopen jaren is gedragen door de Magnificent Seven, was er afgelopen jaren voor het eerst ook winstgroei daarbuiten. Met circa 6 procent nog niet spectaculair, maar daarmee is er wel ruimte voor de markt om te verbreden. Daarnaast was er afgelopen week ook bevestiging dat er nog altijd veel wordt geÃ¯nvesteerd in kunstmatige intelligentie en zorgde de onrust ook voor een meer uitgebreide toelichting op toekomstige rendementen.

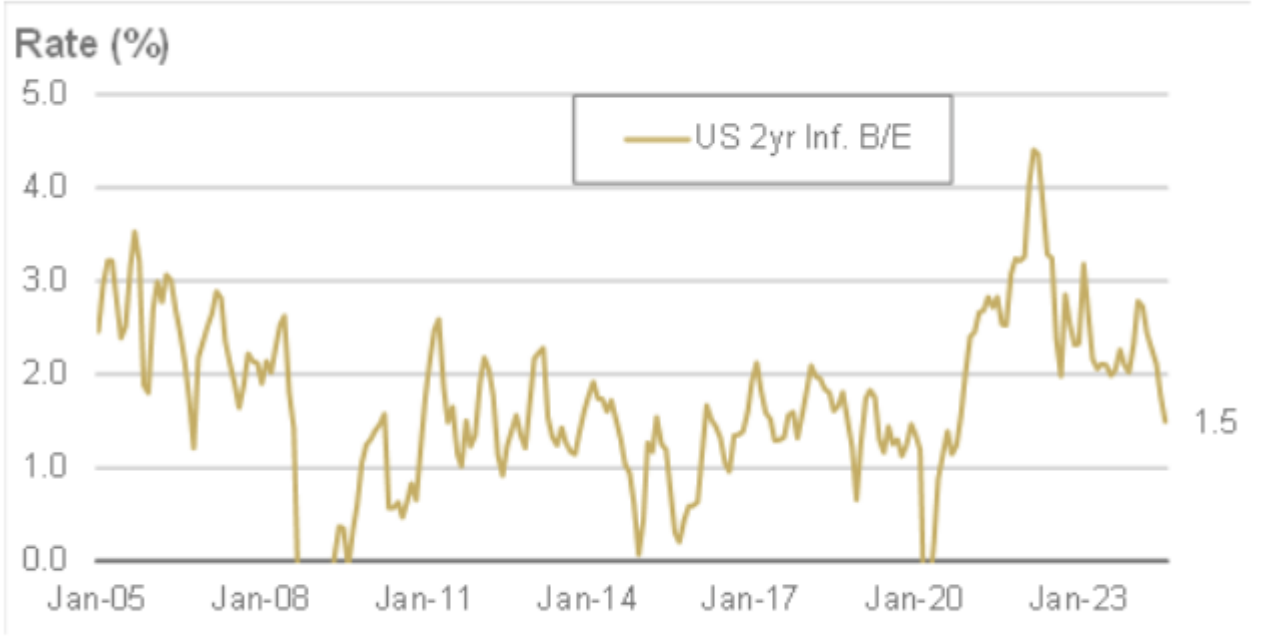


Source: GS FICC and Equities as of 7/29/24, past performance not indicative of future results.

Magnificent Seven nu ondergewaardeerd

De Magnficent Seven daalt deze maand sterker dan de bredere markt. Underperformers binnen de Magnificent Seven zijn Tesla en Nvidia, Meta is de relatieve outperformer. Op basis van de toekomstige winstontwikkeling is de onderwaardering op basis van de 5 jaars-PEG weer meer dan 40 procent. In een zachte landing waar groei schaars is, is dat een waardering waarin deze large caps het in het verleden altijd beter deden dan small caps en gelet op de nog altijd teleurstellende winstontwikkeling bij smallcaps is een vervolg van het leiderschap van de rally goed mogelijk. Op 28 augustus komt Nvidia met cijfers en vrijwel elke klant van het bedrijf kwam juist op dit onderdeel met positieve bijstellingen.

DID THE FED OVER-TIGHTEN? 2YR INFLATION EXPECTATIONS NOW WELL BELOW FED TARGETS



Source: Bloomberg, as of Monday 8/5/24

US CONSUMER: ECONOMIC SENTIMENT SEES POLITICALLY DRIVEN BOOST

Meer zekerheid over renteverlagingen

Waar tot voor kort nog werd getwijfeld of er dit jaar wel meer dan 1 renteverlaging zou komen, is dat aantal omhoog geschoten naar vijf. In september wordt er nu gespeculeerd op een renteverlaging van twee kwartjes en er zijn zelfs mensen dat de Fed buiten de reguliere vergadering de rente gaat verlagen. Waarschijnlijk zal de Fed in september voor het eerst de rente met een kwartje verlagen, gevolgd door elk FOMC tot aan de zomer van 2025. De Fed is er niet om aandelenbelegger elke maand een positief rendement te bezorgen, maar de Fed moet ook oppassen dat de inflatie niet te ver doorschiet tot onder de 2 procent.

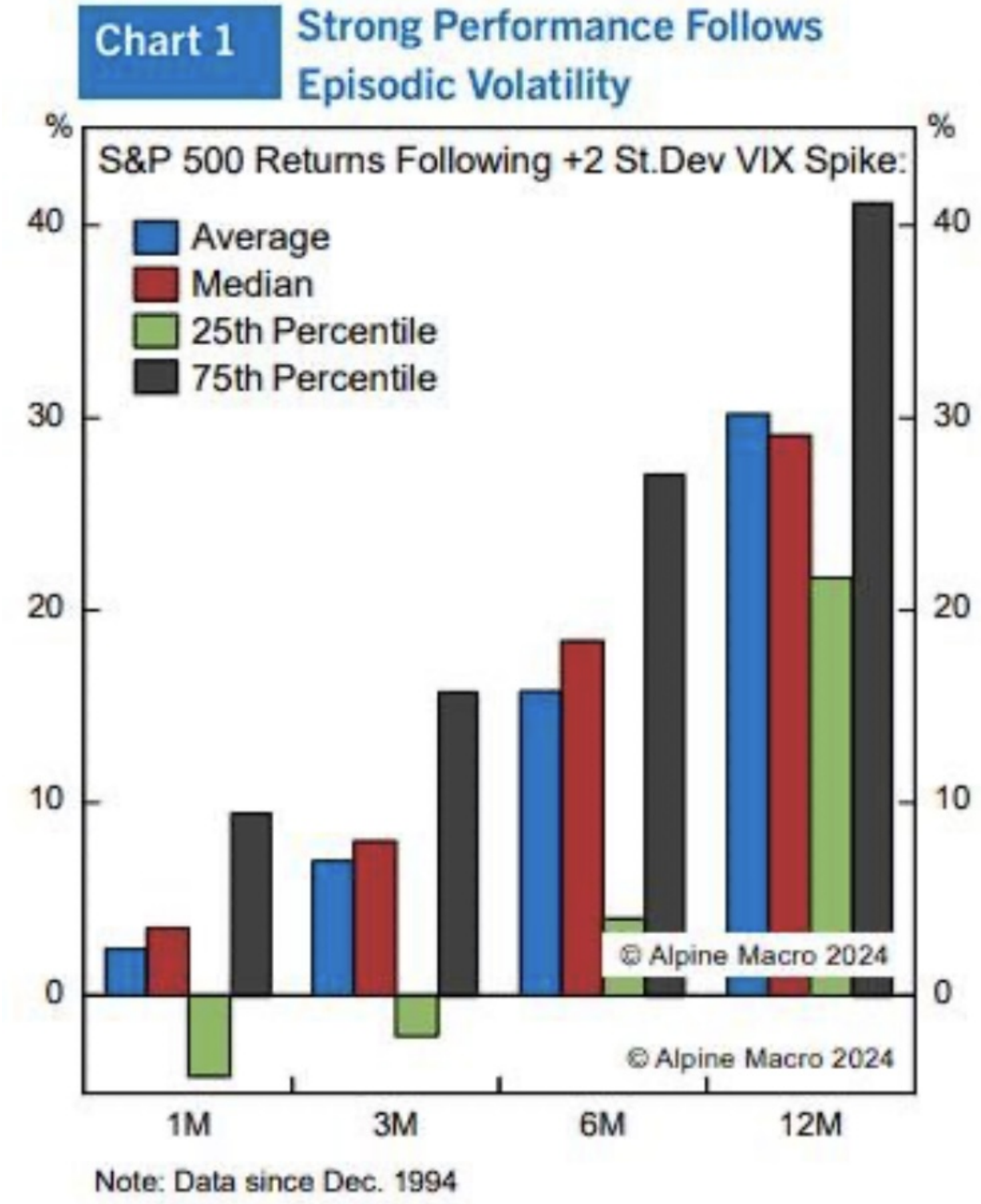
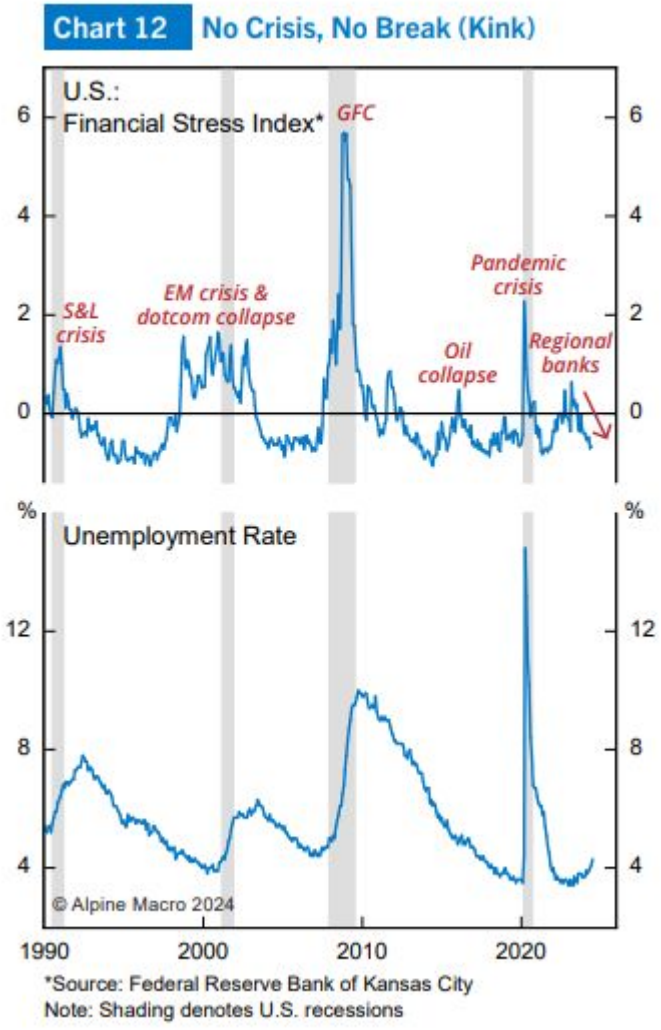


Chart 1
Strong Performance Follows Episodic Volatility
S&P 500 Returns Following +2 St.Dev VIX Spike:
%
40
30
20
10
0
Average
Median
25th Percentile
75th Percentile
© Alpine Macro 2024
© Alpine Macro 2024
1M
3M
6M
12M
Note: Data since Dec. 1994

Geopolitieke positieve verrassingen

In de Amerikaanse presidentsverkiezingen zijn de kansen in enkele weken 180 graden gedraaid. Waar eerst het vertrek van Biden mogelijk voor onrust binnen de Democratische partij zou kunnen zorgen, weet Harris veel Democraten (en zelfs gematigde Republikeinen) voor zich te winnen. Op zich is Trump goed voor de economie in de vorm van deregulering en lagere belastingen, maar zijn onvoorspelbaarheid vereist wel een bepaalde discount. Harris werkt er juist aan wel voorspelbaar te zijn. Daarmee krijgt ze inmiddels meer vertrouwen van de Amerikanen waar het om economische zaken gaat. Voor wat betreft de strijd in OekraÃ¯ne beginnen de kansen voor de OekraÃ¯ners te keren, nu het land Rusland is binnengevallen. Verder is het wachten nog altijd op de Iraanse aanval, maar de Ayatollahs beseffen waarschijnlijk dat zoâ??n directe aanval onvermijdelijk zal zorgen voor regime change in Teheran, dus wordt er volop opgeroepen tot de-escalatie.



Productiviteits bull

De huidige omgeving is goed te vergelijken met die in de jaren negentig. Waar toen het internet zorgde voor hogere productiviteitscijfers, draagt nu kunstmatige intelligentie het stokje. Hoge

productiviteitsgroei zorgt voor meevallende economische groei en meevallende inflatiecijfers. Na de zachte landing in 1995 hielden centrale banken de rente langer hoog. Uiteindelijk zorgden de correcties tijdens de AziÃ«crisis en de LTCM-crisis een jaar later voor meer liquiditeit. Die liquiditeit komt er nu door de bescheiden correctie van de afgelopen weken. Daarmee gaan we een volgende fase in van de bull-markt die eigenlijk nog maar aan het begin staat.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer