Monetaire gekte

Beschrijving

Hype voorkomt correctie

Vanaf de bodem vorig jaar eind oktober is de Amerikaanse aandelenmarkt met meer dan 25 procent gestegen. Natuurlijk is dit tempo niet eeuwig vol te houden. Nieuwe hoogtepunten op de aandelenmarkt zijn normaal gesproken geclusterd met nog meer hoogtepunten, maar af en toe moet de markt ook even ademhalen. Dan is de stemming te euforisch en lopen beleggers te ver vooruit op de fundamenten. Zoâ??n sentimentscorrectie is typisch beperkt tot een procent of tien. Probleem echter is wel dat zowel start als bodem van zoâ??n correctie nauwelijks zijn te voorspellen. Bovendien mag inmiddels wel gesteld worden dat er sprake is van een hype op het gebied van kunstmatige intelligentie, nu Nvidia ook dit jaar weer 70 procent is gestegen. Ook in zoâ??n hype komen correcties voor, maar een hype kenmerkt zich vooral door sterk stijgende koersen. Het kan dus gevaarlijk zijn om even uit te stappen. Voorlopig is deze hype nog niet voorbij. Er zit nog meer in het vat.

S&P 500 Corrections Since 1928

Peak	Trough	% Decline	# of Days
5/14/1928	6/12/1928	-10.3%	29
4/6/1936	4/29/1936	-12.8%	23
7/14/1943	11/29/1943	-13.1%	138
2/5/1946	2/26/1946	-10.1%	21
2/11/1947	5/19/1947	-14.7%	97
7/24/1947	2/14/1948	-14.1%	205
6/12/1950	7/17/1950	-14.0%	35
1/5/1953	9/14/1953	-14.8%	252
9/23/1955	10/11/1955	-10.6%	18
8/2/1956	2/12/1957	-14.8%	194
8/3/1959	9/28/1960	-13.6%	422
8/22/1962	10/23/1962	-10.5%	62
9/25/1967	3/5/1968	-10.1%	162
4/28/1971	11/23/1971	-13.9%	209
11/7/1974	12/6/1974	-13.6%	29
7/15/1975	9/16/1975	-14.1%	63
9/21/1976	3/6/1978	-19.4%	531
9/12/1978	11/14/1978	-13.6%	63
10/5/1979	11/7/1979	-10.2%	33
2/13/1980	3/27/1980	-17.1%	43
10/10/1983	7/24/1984	-14.4%	288
1/2/1990	1/30/1990	-10.2%	28
7/16/1990	10/11/1990	-19.9%	87
10/7/1997	10/27/1997	-10.8%	20
7/17/1998	8/31/1998	-19.3%	45
7/16/1999	10/15/1999	-12.1%	91
11/27/2002	3/11/2003	-14.7%	104
4/23/2010	7/2/2010	-16.0%	70
4/29/2011	10/3/2011	-19.4%	157
11/3/2015	2/11/2016	-13.3%	100
1/26/2018	2/8/2018	-10.2%	13
9/20/2018	12/24/2018	-19.8%	95
7/31/2023	10/27/2023	-10.3%	88
Averages		**-13.8%**	**116**

Data: Bloomberg, My Calculations

Hier staan alle correcties in de S&P 500 sinds 1928 van meer dan 10 procent, inclusief het aantal correctie-dagen.

Historische correcties door centrale banken

In deze bull-markt worden correcties vaak veroorzaakt door het gedrag van centrale banken. Dat lijkt dit keer mee te vallen. Het was nota bene de Fed die begon over de renteverlagingen, terwijl de markt daarvoor net gewend was aan het â??langer hoogâ?? scenario. Toen de Fed draaide zat de markt in snel tempo op zeven renteverlagingen dit jaar, inmiddels is dat door inspanningen van de Fed weer aangepast tot ongeveer drie. Komende week woensdag zal Powell getuigen voor het House Financial Services Committee. Het rapport is hier al gepubliceerd, voor de liefhebbers. De kans lijkt klein dat centrale banken de markt komende week negatief zullen verrassen. Toch zijn â??gezondeâ?? correcties een onlosmakelijk onderdeel van het beleggen in aandelen, het is het risico dat uiteindelijk wordt beloond in de vorm van een hoger rendement.

ECB Total Assets, Trillion €
9.0
8.0
7.0
6.0
5.0
4.0
3.0

Monetaire verkrapping

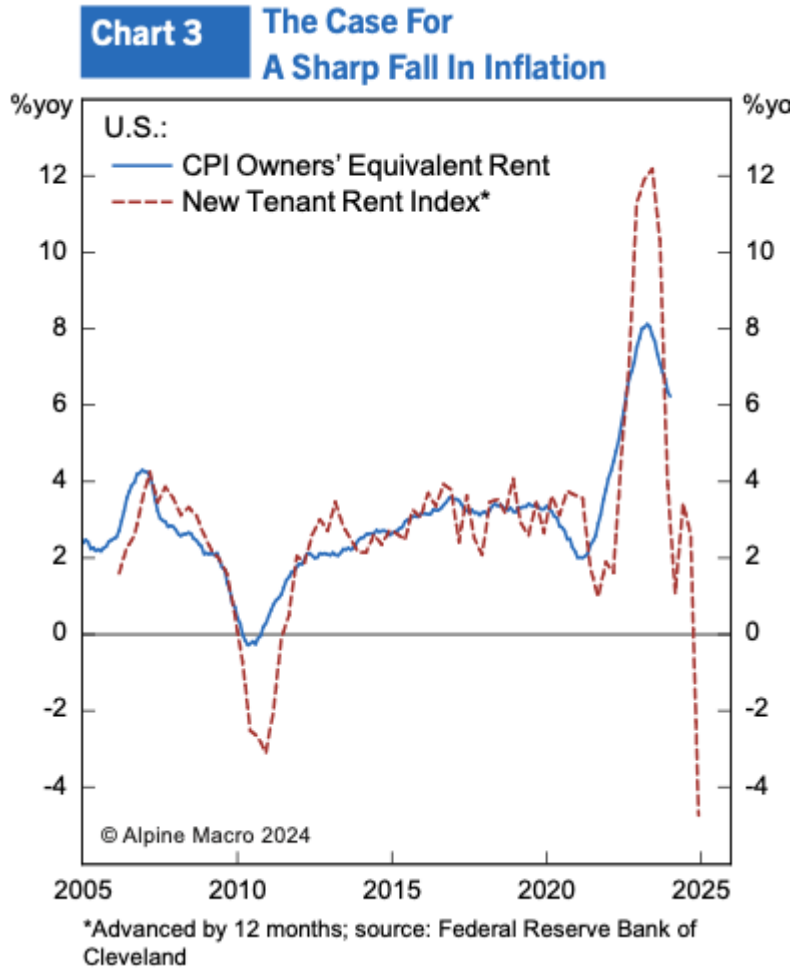
Bij het beleid van centrale banken gaat alle aandacht uit naar de ontwikkeling van de rente, maar sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis is er ook veel onconventioneel monetair beleid geweest in de vorm van kwantitatieve verruiming. Dat beleid ging tijdens de pandemie in de overdrive. Inmiddels is de balans van de ECB met circa 2 biljoen euro gekrompen. Bij de Fed is de balansomvang met 1,34 biljoen dollar afgenomen. De krimp bij de ECB zit voornamelijk in de LTRO en de TLTROâ??s. De obligaties die met behulp van APP en PEPP zijn gekocht staan voor het grootste deel nog altijd op de balans. Deze monetaire verkrapping zal nog jaren voortduren en daarmee ook de economische groei drukken. Want bij elkaar hebben centrale banken tijdens de pandemie zoâ??n 20 biljoen dollar aan nieuw geld gecreÃ«erd. Niet zo vreemd dat dan de inflatie oploopt.

Monetaire financiering

De schulden bij veel Europese overheden en ook de Amerikaanse overheid zijn zo sterk opgelopen dat hogere rentes een grote impact hebben op de begroting. Een steeds groter deel van begrotingsruimte gaat op aan rentebetalingen, wat betekent dat overheden minder sterk kunnen stimuleren. Ook dat remt de groei. Toch ontkomen centrale banken er waarschijnlijk niet aan om maatregelen te nemen zodat de lokale overheden door kunnen draaien. Die maatregelen zijn al genomen door de ECB met het TPI-programma, wat gekscherend is vertaald in â??to protect Italyâ??. Landen met te veel schulden moeten geholpen worden door de rente te drukken. In het geval van ItaliÃ« is dat mogelijk door de opslag ten opzichte van de Duitse rente te drukken. In het geval van de Verenigde Staten moet ook de risicovrije rente omlaag. De kans is dus groot dat kwantitatieve verruiming opnieuw moet worden ingezet voor dit doel.

Centrale banken failliet

Verschillende centrale banken hebben obligaties opgekocht toen de rente laag was en krijgen nu de rekening gepresenteerd nu de rente sterk is gestegen. Als elk onderdeel van de balans op marktwaarde zou zijn gewaardeerd dan zou er weinig eigen vermogen meer overblijven. Sinds de start van de bankencrisis een jaar geleden zorgde deze ontwikkeling voor onrust, onrust die werd bestreden door het uitgebreide maatregelen, maatregelen die mogelijk zijn gemaakt dankzij de Grote FinanciÃ«le Crisis. Nog dagelijks zijn centrale bankiers bezig om de zaak onder controle te krijgen. Helaas komen daar nu de sterk gedaalde waarderingen op het gebied van commercieel vastgoed overheen. Het zal ervoor zorgen dat nog meer commerciÃ«le banken terughoudend worden met uitlenen.



Voorlopig meer desinflatie

Als inflatie altijd en overal een monetair fenomeen is, dan zal de huidige geldkrimp voor langere tijd de inflatie blijven drukken. Daarbij komen nog de vertragende effecten van de renteverhogingen en de Amerikaanse huizenprijzen. Verder exporteert China nu weer volop deflatie. Europa doet het onder de Duitse economie niet veel beter. Een sterke Amerikaanse economie en zwakke prestaties buiten de VS zal de dollar hoog houden. Dat zorgt er voor dat de grondstoffenprijzen worden gedrukt. Dan is er nog de arbeidsmarkt en daar krijgen centrale bankiers steun van de productiviteitsontwikkeling. Voor het eerst sinds de inflatie begon op te lopen, stijgen de lonen nu in reÃ«le zin. Toch is dat geen reden om zorgen te maken voor de gevreesde loon-prijs spiraal. Door de sterke productiviteitscijfers dalen de loonkosten per eenheid product.

Jaren negentig-scenario: Uber-Goldilocks

De huidige productiviteitsontwikkeling doet denken aan de tweede helft van de jaren negentig. Na de zachte landing van 1995 hielden centrale bankiers de rente langer hoog, uiteraard uit vrees voor inflatie. Vooral de Bundesbank was er goed in om te handelen in hoop, zonder de rente ooit te verlagen. Nu de Amerikaanse economie aantrekt en tegelijkertijd de inflatie afkomt, is er ruimte voor hogere koersen. Deze bull-markt doet wat dat betreft niet alleen denken aan die in de tweede helft van de jaren negentig, maar ook aan de Consumer Bull van de jaren vijftig en zestig (niet zo bekend, omdat

beleggen na de jaren dertig en veertig uit was), en aan de hausse gedurende de aanleg van de Amerikaanse spoorwegen, of de productiviteitshausse aan het einde van de Tweede industriÃ«le revolutie, een periode die beter bekend staat als de Roaring Twenties. Allemaal periodes waarin de productiviteit een belangrijk rol had in het monetaire beleid, in de economische groei en uiteindelijk ook voor wat betreft het rendement op de financiÃ«le markten.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer