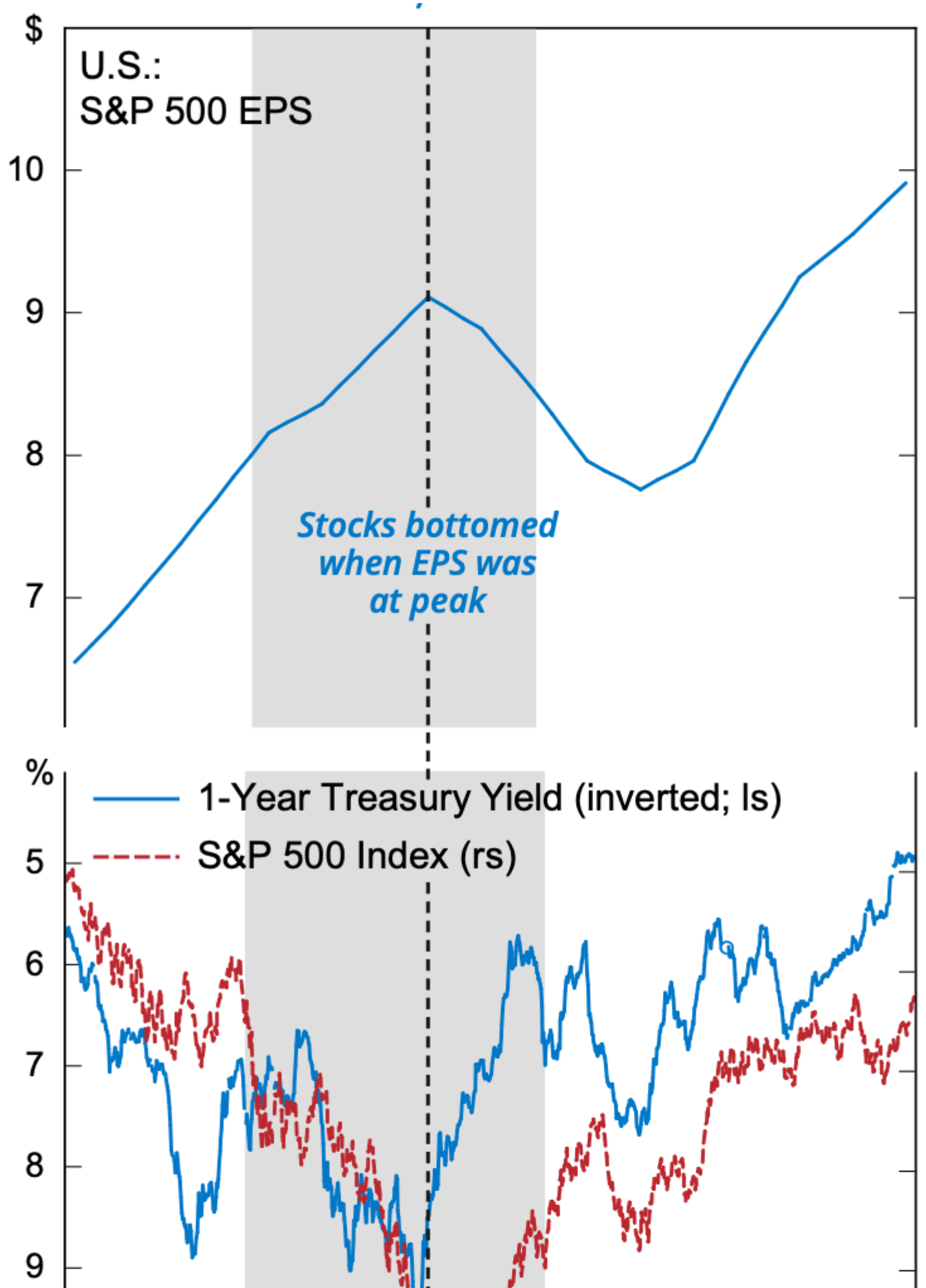
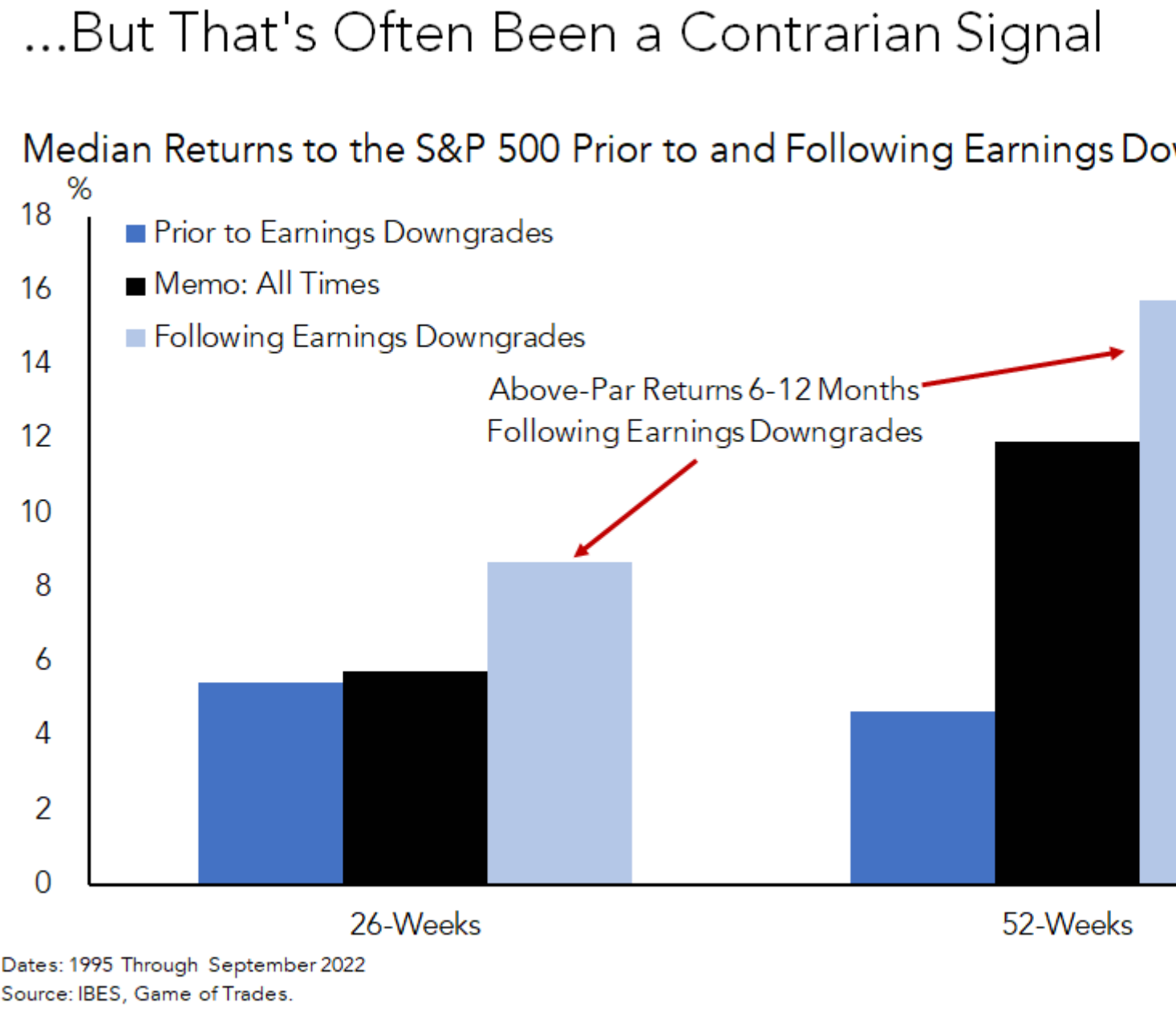
Twee typen bear-markten

Beschrijving

Er zijn twee typen bear-markten. Deze eeuw hebben we vooral kennisgemaakt met bear-markten waar er angst was voor deflatie. Nu hebben we een bear-markt waar inflatie wordt gevreesd. Dat maakt een wezenlijk verschil. In een deflatie bear-markt is de grote uitdaging voor centrale bankiers het stabiliseren van de economie. Pas nadat de markt de overtuiging heeft dat de economie is gestabiliseerd, durft men weer in te stappen. Daarvoor kan vereist zijn dat de rente naar nul procent wordt verlaagd of dat er obligaties worden opgekocht. Soms volstaat een simpele opmerking van een centrale bankier dat hij er alles aan zal doen. Op het moment dat inflatie zorgt voor een bear-markt is er geen probleem met de economie. Die draait eigenlijk te goed. Ook inflatie zelf is voor veel bedrijven geen probleem, aangezien bedrijven inflatie wel door kunnen berekenen. Het risico is vooral de stijging van de rente, omdat die uiteindelijk de economie in de problemen kan brengen. Op het moment dat in zoâ??n bear-markt de rente een piek heeft bereikt, heeft de beurs een bodem bereikt.

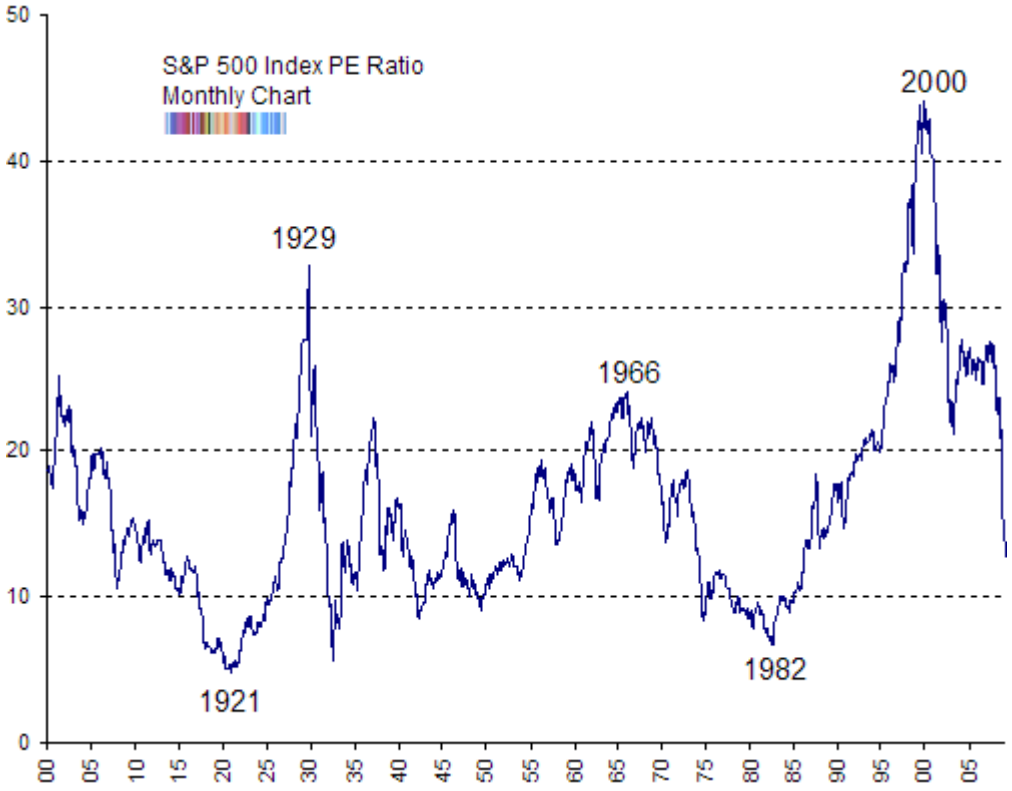

$
U.S.:
S&P 500 EPS
10
9
8
7
Stocks bottomed
when EPS was
at peak
%
1-Year Treasury Yield (inverted; ls)
S&P 500 Index (rs)
5
6
7
8
9

Deze bear-markt is nog het meest te vergelijken met de bear-markt medio jaren zeventig. Die werd veroorzaakt door een olieschok, het einde van het Bretton Woods-systeem, stijgende inflatie en als gevolg daarvan krapper monetair beleid. Er was een korte recessie begin 1975, maar in de zomer volgde een klassiek V-vormig herstel. De bear-markt in 1974 eindigde ongeveer een maand nadat de Fed klaar was met het verhogen van de rente. Aandelen stegen daarna met 37 procent, ondanks de winstrecessie. De beurs kan immers niet twee keer voorsorteren op een recessie. De lagere winsten werden volop gecompenseerd door lagere rentes.

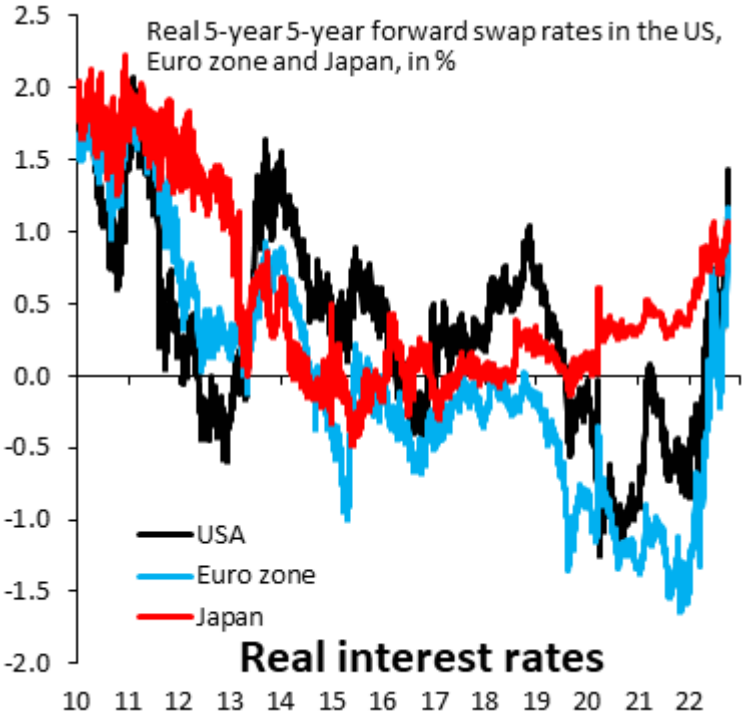


Winsten van bedrijven zijn nominaal, recessies worden gemeten in reÃ«le termen. Hoge prijzen geven een boost aan de bedrijfswinsten, maar drukken de reÃ«le output. Het duurt even voordat nominale variabelen weer synchroon lopen met de reÃ«le ontwikkeling. Een dalende koers/winstverhouding kan een gevolg zijn van hogere rentes, dalende winstverwachtingen of van alle twee. In de jaren zeventig

en tachtig volgden de winstrecessies lang nadat de economie al uit de recessie was. De kans is groot dat we dat patroon dit keer ook zien.

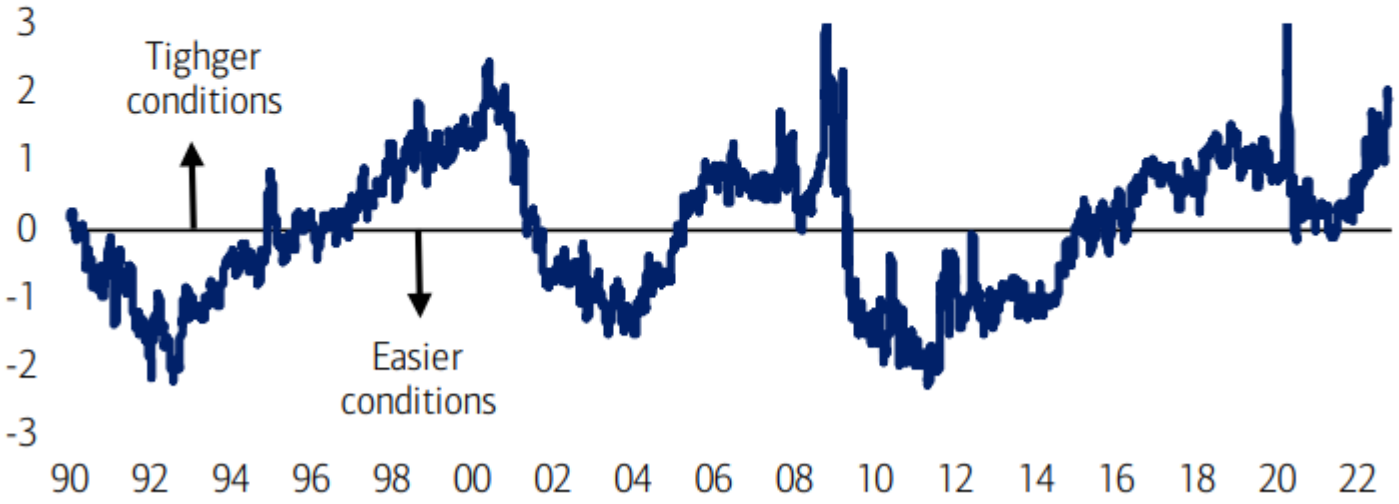


De S&P 500 staat nu op 15 keer de getaxeerde winst volgend jaar, exclusief de FAAMG-aandelen zelfs op 12 keer de getaxeerde winst. Nu kan er worden gesteld dat zoals zo vaak de analisten te positief zijn, maar die hebben geen reden om al te ver af te wijken van de signalen die ze doorkrijgen van de bedrijven. Omdat dit zoâ??n beetje de meest voorspelde recessie ooit is, is eerder het risico dat analisten (net als bedrijven) te voorzichtig zijn in hun uitspraken. Op het moment dat de markt ervan overtuigd is dat de Fed het inflatiedoel van 2 procent heeft gedaald, ogen Amerikaanse aandelen opeens goedkoop.



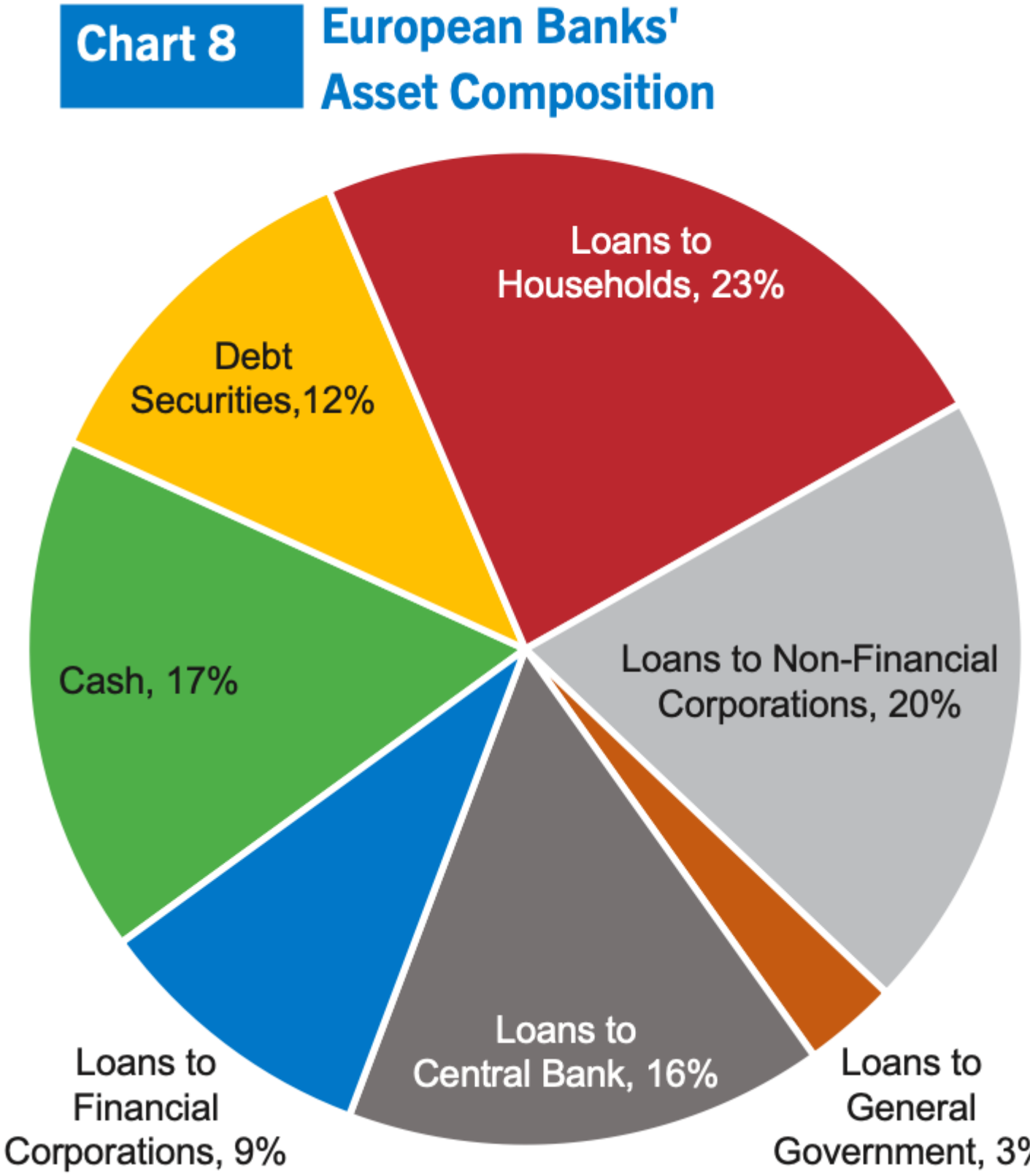
Inflatieverwachtingen zijn gedaald, de reÃ«le rente is gestegen tot 2 procent. Die 2 procent is hoger dan de gemiddelde BBP-groei na de Grote FinanciÃ«le Crisis. Wanneer in de afgelopen decennia het rendement op TIPS op of boven de economische reÃ«le groeivoet uitkwam, vertraagde de groei of volgde er zelfs een recessie.

Exhibit 1: Backtested: The BofA Indicator of US Financial Conditions (5dma, standard deviations above/below period average
Financial conditions have tightened rapidly this year and are near peaks observed in prior tightening cycle



Een belangrijke oorzaak van de volatiliteit in financiÃ«le markten is een gevolg van de onzekerheid rondom het monetaire beleid. Het beleid van de Fed is onvoorspelbaar en de Fed zit regelmatig fout. In

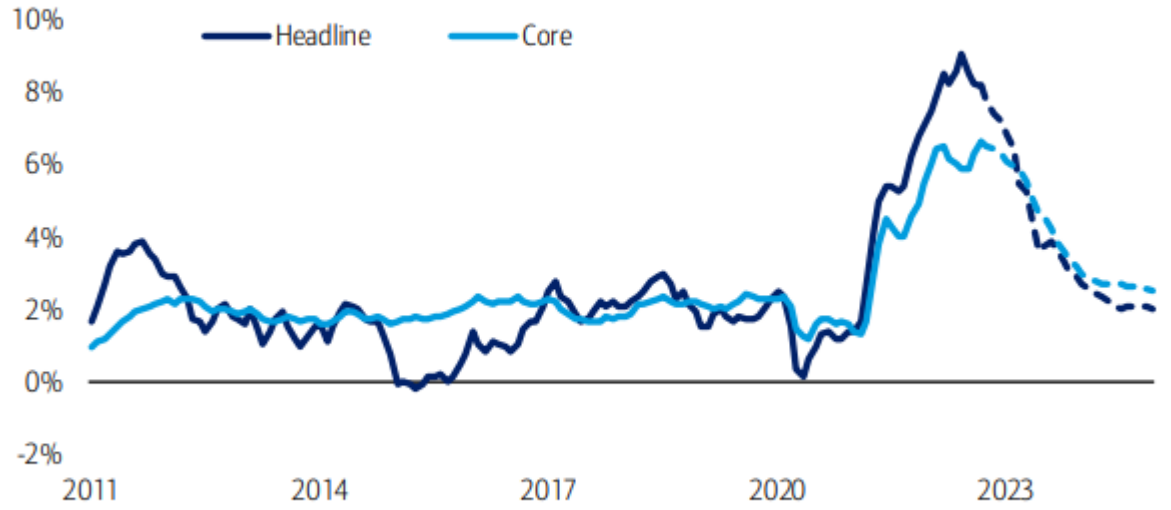
het verleden was de centrale bank juist uiterst transparant. Dat ging dan wel ten koste van de flexibiliteit van het monetaire beleid, maar nu zorgt die onvoorspelbaarheid juist voor veel volatiliteit en daarmee ook voor mogelijk grote uitslagen in de reÃ«le economie. Verder lijken centrale bankiers aan te sturen op dalende koersen. Dit is ongekend. Hoewel de bodem dus waarschijnlijk is bereikt, zal de markt volatiel blijven.



De crisis op de Britse obligatiemarkt is een indicatie hoe fragiel het wereldwijde financiÃ«le systeem is. Dit keer werd het staartrisico voorkomen door snel ingrijpen van de Bank of England. Dit ongeluk lijkt

met een sisser af te lopen, maar de kans dat er meer zullen volgen is toegenomen. In de VS, Canada of de eurozone? Europese banken worden verhandeld op 7 keer de winst, het laagste niveau sinds de eurocrisis. Bijna 4 biljoen van de 30 biljoen in totaal aan activa van deze banken zit in Europese staatsobligaties. Ook daar wordt nu verlies op geleden. In Europa is de kerninflatie 4,8 procent en gaat de ECB meer doen. Mogelijk dat een sterke rentestijging een crisis veroorzaakt. Ook de sterk gestegen vastgoedprijzen op het Europese continent ogen in dit kader kwetsbaar.

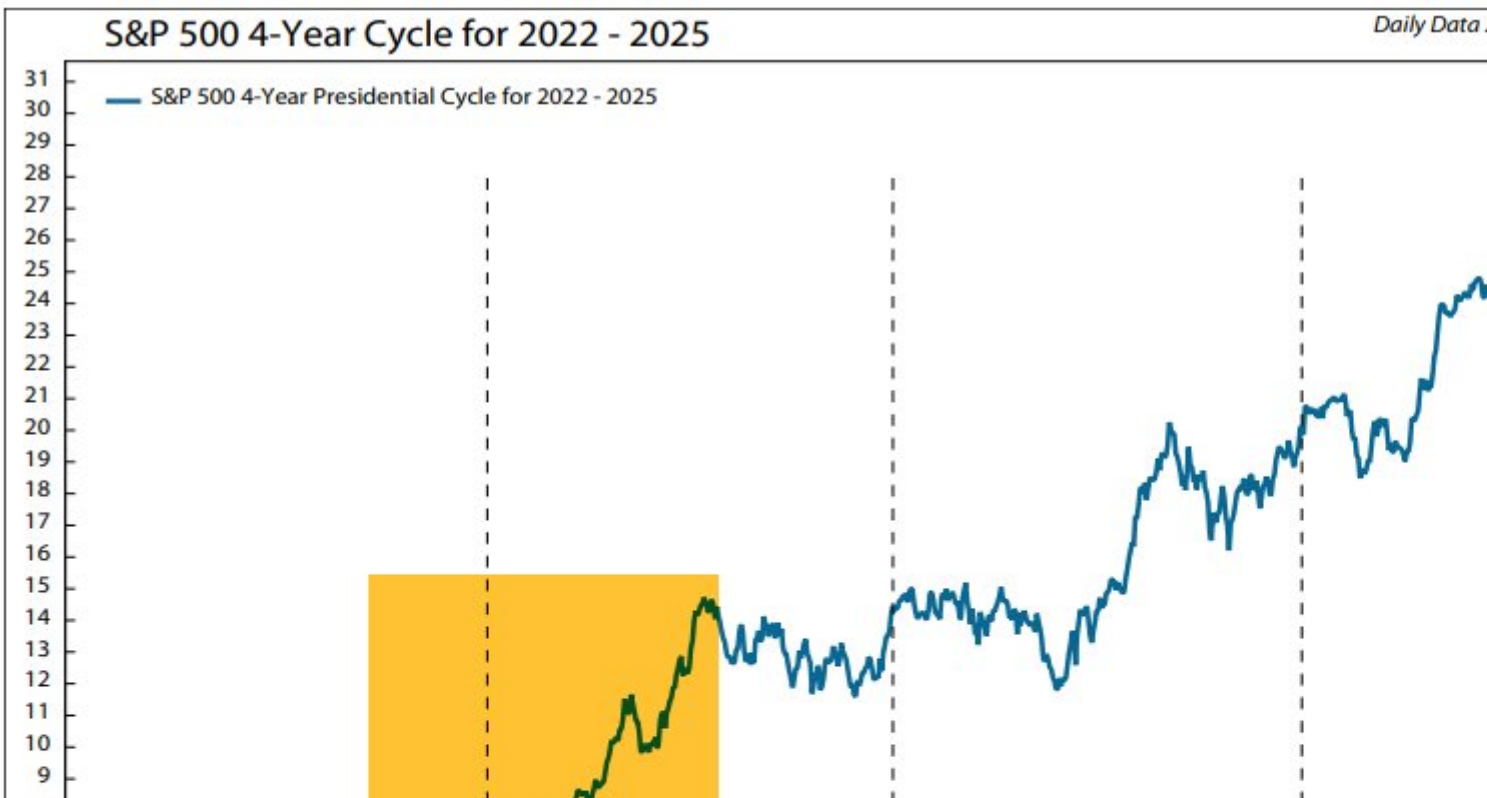
Exhibit 1: Headline and core CPI inflation (%yoy, dotted lines = forecasts)
We forecast CPI inflation to fall over the course of our forecast horizon



Source: Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, BofA Global Research

BofA GLOBAL RESEARCH

Op het moment dat er iets omvalt dat â??too big to failâ?? is zal de centrale bank moeten ingrijpen. De rente gaat dan omlaag. Tegelijkertijd is het momentum voor een groot deel verdwenen uit de inflatie, ook dat zal op korte termijn een argument zijn voor centrale bankiers om het beleid aan te passen. Het nog altijd uiterst negatieve sentiment, de relatief lage waardering van aandelen en obligaties en de komende draai van centrale banken zijn redenen om met meer optimisme naar financiÃ«le markten te kijken.



Bovendien is de betere tijd van het jaar aangebroken. Oktober is normaliter een goede maand voor aandelen en de kans op een crash is niet zo groot als de markt er daarvoor bij lag als een dweil. Verder beginnen we nu aan de beste periode van de Amerikaanse presidentscyclus. Dat terwijl de allocatie naar aandelen op een dieptepunt staat.

Exhibit: FMS Asset Allocation to Global Stocks at All-Time Low
Net % of FMS investors that are overweight/underweight equities vs YoY change in S&P500 returns

Source: BofA Global Fund Manager Survey, Bloomberg.

BofA GLOBAL RESEARCH

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

Voor tussentijdse updates, volg AurÃ©us op Linkedin

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de

inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.