

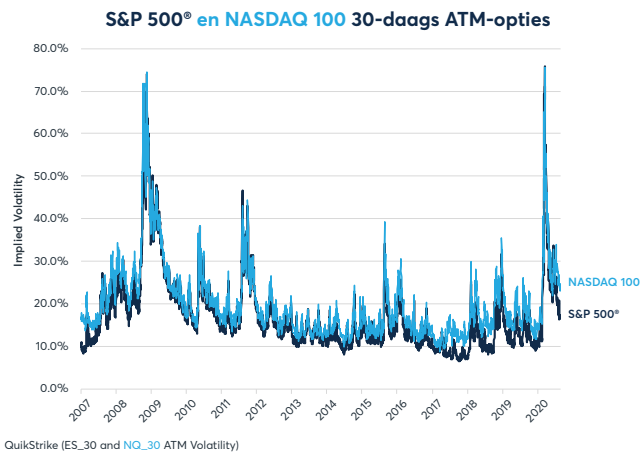
Piek in volatiliteitsverhouding tussen NASDAQ 100 en S&P 500



Alle voorbeelden in dit rapport zijn een hypothetische interpretatie van de situatie en worden uitsluitend gebruikt ter verduidelijking. De in dit rapport weergegeven standpunten komen uitsluitend voor rekening van de auteur en geven niet noodzakelijkerwijs de standpunten van CME Group of daaraan verbonden instellingen weer. Dit rapport en de daarin opgenomen informatie mogen niet worden beschouwd als een beleggingsadvies of praktijkervaringen uit de markt.

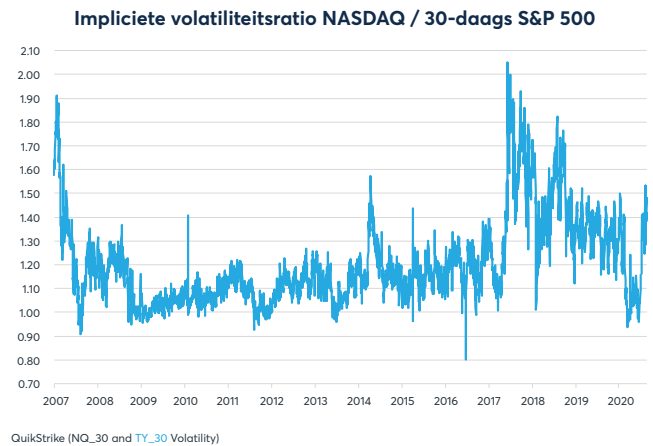
De afgelopen tien jaar waren de kosten van optiebescherming op de NASDAQ 100 en S&P 500® ongeveer gelijk. Maar vanaf 2017 begonnen de kosten van NASDAQ 100-opties te stijgen in vergelijking tot de S&P 500. Eind augustus werd een 30-dagen at-the-money (30D ATM) optie op de NASDAQ 100 verhandeld tegen een impliciete volatiliteit van bijna 24%, ongeveer 50% hoger dan vergelijkbare opties op de S&P 500 (afbeelding 1).

Afbeelding 1. NASDAQ 100-opties en S&P 500-opties beginnen uiteen te lopen



de tijd op het hoge niveau van 1,5 dat we een groot deel van 2020 hebben gezien (al zijn er ook periodes in 2017 en 2018 geweest waarin de verhouding hoger was (afbeelding 2).

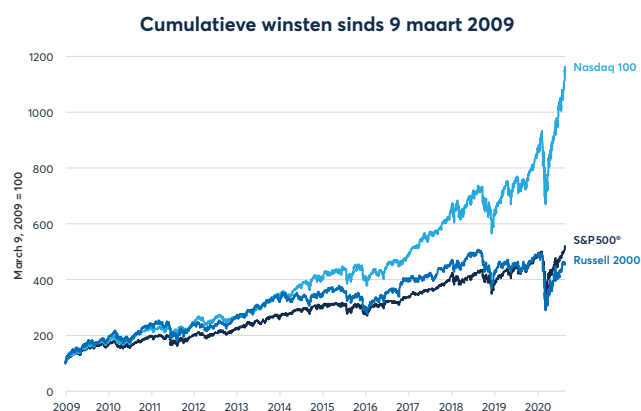
Afbeelding 2. Slechts 5% van de dagen was de impliciete volatiliteitsratio tussen NASDAQ 100 en S&P 500 hoger



De hoge beschermingskosten op de NASDAQ 100 ten opzichte van de S&P 500 zijn een afspiegeling van de mate waarin de NASDAQ de afgelopen jaren beter heeft gepresteerd, en met name sinds het dieptepunt van de markt eind maart. Sinds het begin van de huidige bull-run op 9 maart 2009 gaat NASDAQ 100 aan kop, met een stijging van meer dan 1000% ten opzichte van de lage noteringen na de financiële crisis. De S&P 500 en de Russell 2000 zijn gestegen met respectievelijk 410% en 350% (afbeelding 3).

De verhouding tussen de impliciete volatiliteit op NASDAQ 100-opties en S&P 500-opties heeft al eerder schommelingen laten zien. Sinds 2007 zijn de kosten van NASDAQ 100-opties gemiddeld 1,2 maal zo hoog als die van de S&P 500. Van 2008 tot begin 2017 lag de verhouding meestal rond de 1,0, wat betekent dat de kosten van optiebescherming op beide indexen meestal ongeveer gelijk waren. Sinds begin 2017 lag de kostenverhouding tussen de twee indexen slechts 5% van

Afbeelding 3. De outperformance van de NASDAQ is voornamelijk een fenomeen van na 2014

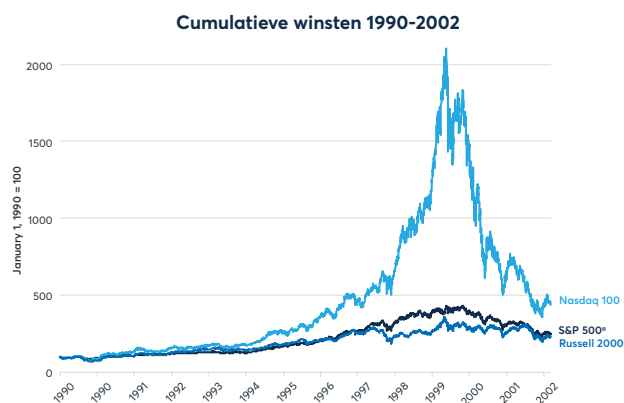


Source: Bloomberg Professional (SPX, NDX and RTY)

De bullmarkt kan worden onderverdeeld in twee tijdvakken. Van 2009 tot begin 2014 lagen de prestaties van de drie indexen min of meer op hetzelfde niveau. Vanaf begin 2015 begonnen de prestaties uiteen te lopen. Voor sommige investeerders in de NASDAQ 100 kan dit een aanleiding zijn om zich zorgen te maken. Beleggers uit de Generatie X en babyboomers herinneren zich misschien dat dit niet de eerste keer is dat de NASDAQ 100 het op een soortgelijke manier beter doet.

In de eerste helft van de jaren '90 waren de prestaties van de NASDAQ 100 vergelijkbaar met die van de andere twee indexen. Maar in de tweede helft van dat decennium schoten de prestaties enorm omhoog, met een stijging van meer dan 2000% ten opzichte van de lage waarden tijdens de recessie van 1990-91. De S&P 500 en de Russell 2000 stegen in die tijd met respectievelijk 340% en 240%. De kwestie die beleggers misschien bezighoudt, is wat er daarna gebeurde: tussen januari 2000 en eind 2002 daalde de NASDAQ 100 met 85% (figuur 4).

Afbeelding 4. In de tweede helft van de jaren negentig presteerde de NASDAQ 100 beter om vervolgens weer terug te vallen



Source: Bloomberg Professional (SPX, NDX and RTY)

Naast de betere prestaties van de NASDAQ zijn er verschillende andere overeenkomsten te ontdekken tussen de huidige situatie en die van eind jaren negentig:

1. De waarderingsverhoudingen zijn hoog, vooral voor de NASDAQ 100
2. In de jaren '90 en '10 werd de rally gedomineerd door technologieaandelen
3. De aandelen stijgen, zelfs bij toenemende kredietsspreads
4. De aandelen stijgen, zelfs nu de volatiliteit een patroon van hogere pieken en diepere dalen laat zien

Waarderingsmaatstaven

Momenteel wordt de NASDAQ 100 verhandeld tegen een waarde van 67x de voortschrijdende winsten. Dat ligt in de buurt van de piek van 2000. Een aandeel wordt verhandeld tegen 40x de geschatte inkomsten over één jaar en 30x de geschatte inkomsten over twee jaar. Zelfs als die winstprojecties uitkomen (en gemiddeld worden de toekomstige inkomsten door analisten aanzienlijk overschat), ziet de NASDAQ 100 er duur uit. De S&P 500 is minder prijzig (27x de voortschrijdende inkomsten, 27x de inkomsten over volgend jaar en 21x de geschatte inkomsten over twee jaar). Maar zelfs de S&P 500 handelt in de buurt van de hoge winstverhoudingen uit 2000.

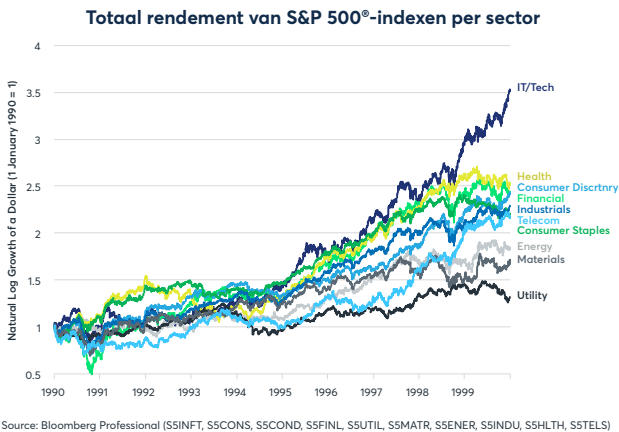
Er is één groot verschil tussen 2000 en 2020. Hoewel de waarderingsverhoudingen van de belangrijkste indexen ongeveer even hoog zijn, ligt de langetermijnrente op een aanzienlijk lager niveau. Destijds werden de rendementen op 30-jaars schatkistpapier, die vaak worden gebruikt om de netto contante waarde van toekomstige winsten uit te drukken, verhandeld tussen 6% en 7%. Sinds de dieptepunten van de aandelenmarkt in maart zijn de rendementen op 30-jaars obligaties zelden ver boven de 1,5% uitgekomen. Men zou dus kunnen stellen dat ondanks de hoge koers-winstverhoudingen, aandelen in feite goedkoop zijn in vergelijking met obligaties.

Met een winstfactor van 40x over één jaar vooruit heeft de NASDAQ 100 een winstrendement van 2,5%, aanzienlijk hoger dan de 1,5% op 30-jaars Amerikaanse staatsobligaties. Bovendien staat dit in schril contrast met 2000, toen het winstrendement van de NASDAQ 100 op ongeveer een kwart van het rendement van langlopende staatsobligaties lag. Er is dus geen garantie dat het huidige niveau van aandelenwaardering zal leiden tot de resultaten voor aandelen zoals die plaatsvonden in het decennium na 2000, wat een uitzonderlijk slecht jaar was voor de aandelenmarkt.

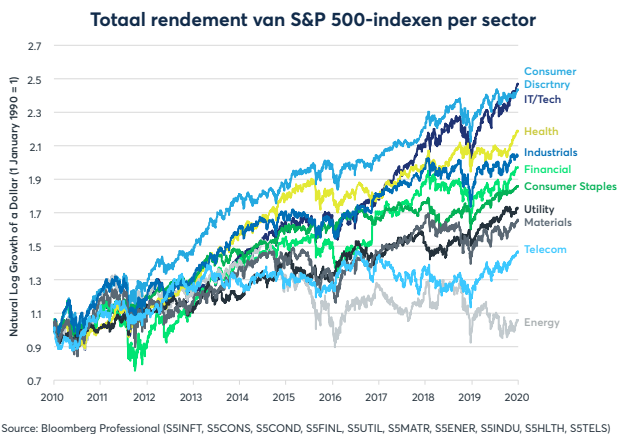
Wat sectorprestaties ons vertellen over de percepties van beleggers over marktrisico

Waarom de prestaties van de NASDAQ 100 zoveel beter waren dan de andere indexen in de tweede helft van de jaren negentig en 2010 (en tot dusver in 2020), kan voor een groot deel worden verklaard uit het feit dat de rally's op de aandelenmarkt begonnen als een brede, bij-hoog-water-is-het-gemakkelijk-varen beweging, maar in de loop der tijd steeds meer afzwakten. Het is opvallend hoezeer de sectoren die de aandelenwinsten in de jaren negentig domineerden, opnieuw domineerden in de jaren '10 en hoezeer ze dit opnieuw deden tot nu toe in 2020. In alle drie de gevallen wordt de toon gezet door IT-aandelen, de dominante aandelen op de NASDAQ 100, gevolgd door aandelen in duurzame consumptiegoederen en gezondheidszorg. In de jaren '90, '10 en tot nu toe in 2020 presteerden de aandelen in de energie- en materialensector ondermaats (afbeeldingen 5, 6 en 7).

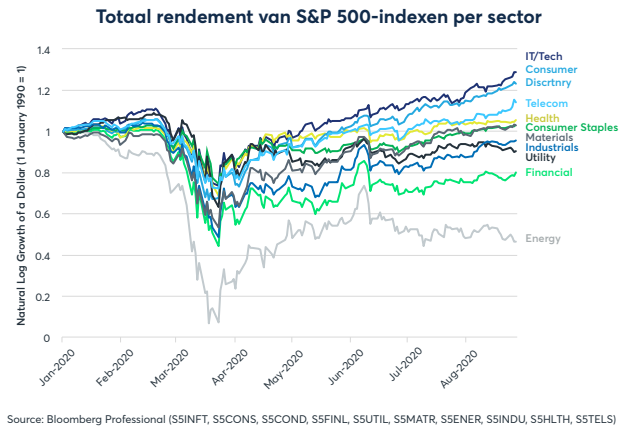
Afbeelding 5. In de jaren '90 liepen de tech-aandelen voorop, samen met aandelen in gezondheidszorg en duurzame consumentengoederen



Afbeelding 6. In de jaren '10 liepen de tech-aandelen voorop, samen met aandelen in gezondheidszorg en duurzame consumentengoederen



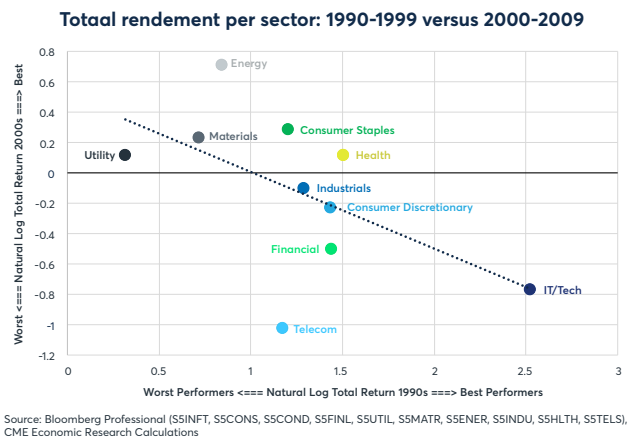
Afbeelding 7. Ook in 2020 hebben de tech-aandelen tot dusver de toon gezet



Er zijn enkele verschillen: de aandelen in de telecommunicatiesector deden het goed in de jaren '90 maar bleven achter in de jaren '10, om vervolgens weer een hot item te worden toen de belangstelling voor breedband weer opleefde door de pandemie. Financiële aandelen deden het behoorlijk goed in de jaren '90, maar hebben het in de nasleep van de financiële crisis moeilijk gehad.

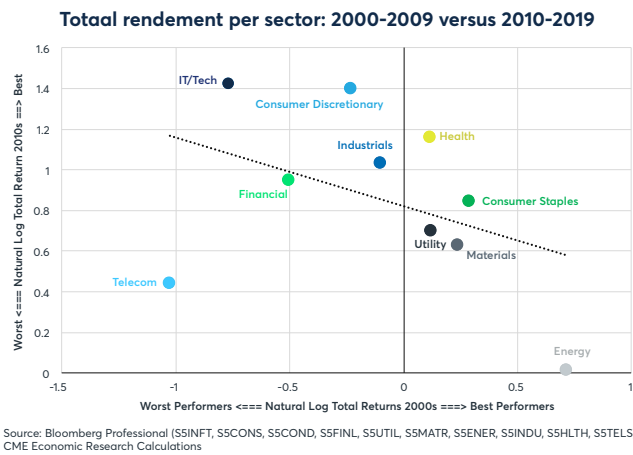
Wat heeft dit te maken met de relatieve kosten van opties op de NASDAQ 100 versus de S&P 500? Het antwoord ligt in de ontwikkelingen in de tussenliggende tien jaar, van 2000 tot 2009. In dat decennium werden de marktleiders van de jaren '90 de achterblijvers, terwijl veel van de achterblijvers van de jaren '90 leiders werden (afbeelding 8). Het beeld in 2020 tot nu toe lijkt op een verlenging van de jaren '10, met de pandemie die gunstig is voor technologiebedrijven en schadelijk voor de energiesector. Maar er is geen garantie dat de resterende 112 maanden van de jaren '20 er hetzelfde uit zullen zien als de eerste acht maanden van dit decennium.

Afbeelding 8. De slecht presterende sectoren van de jaren '90 werden toppresterders in de jaren 2000 en omgekeerd



Het feit dat technologieaandelen in de jaren '00 zo hard werden getroffen, kan een rol spelen in de bereidheid van beleggers om 50% meer te betalen voor NASDAQ 100-opties dan voor S&P 500-opties. Het is inderdaad opvallend hoe de slechte en goede presteerders elke tien jaar van plaats zijn gewisseld. Dit gold voor de periodes 1990-1999 en 2000-2009 (afbeelding 8) en vervolgens opnieuw voor de periodes 2000-2009 en 2010-2019 (afbeelding 9).

Afbeelding 9. In de jaren '00 en '10 wisselden slecht en goed presterende sectoren van plaats.



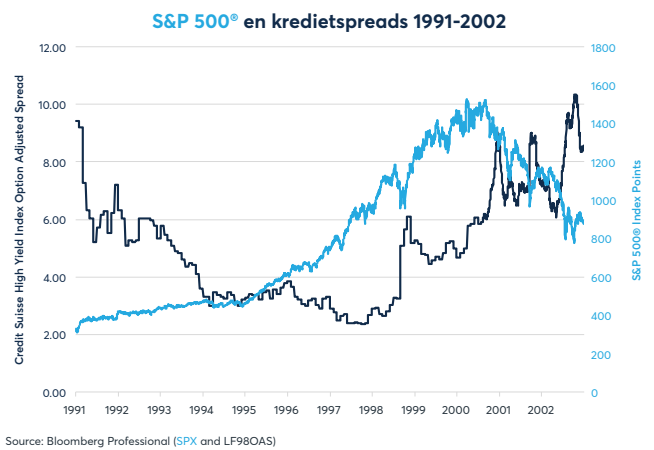
Ook nu zijn er belangrijke verschillen. Veel van de technologiebedrijven die toonaangevend waren in de jaren negentig, hadden weinig inkomsten en maakten geen winst. Vandaag de dag hebben de grote technologiebedrijven die de NASDAQ 100 domineren extreem hoge inkomsten en winsten. Toch is geen enkel bedrijf een oneindige hoeveelheid geld waard. Zelfs de meest dominante bedrijven kunnen het zwaar te verduren krijgen als het ecosysteem of de economie waarin ze opereren niet gedijt. Ten slotte zijn veel van de technologieleiders in de NASDAQ 100 de afgelopen jaren strenger onder de loep genomen vanwege hun marktdominantie, wat heeft geleid tot een roep om meer regelgeving. Deze factoren kunnen mede verklaren waarom beleggers bereid zijn meer te betalen voor bescherming op de NASDAQ 100 dan op andere indexen.

Tot slot, eind jaren negentig en opnieuw vandaag stijgen de aandelen niet alleen steeds geconcentreerder, ze stijgen ook in een tijd van grotere kredietspreads en toenemende impliciete volatiliteit. Kredietspreads en volatiliteit zijn natuurlijk enorm veel lager dan de hoogtepunten in maart, maar wat opvalt is dat zelfs met aandelen die bijna recordhoogtes bereiken en een Federal Reserve die voor het eerst bedrijfsobligaties koopt, de kredietspreads nu veel groter zijn dan in het grootste deel van 2017-19. Ook de

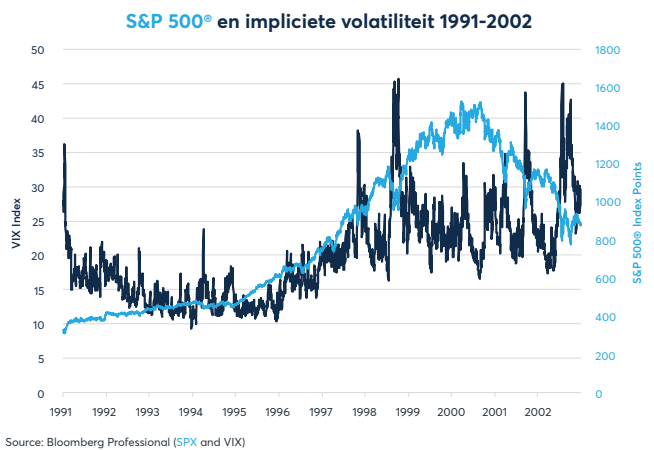
volatiliteitsindexen liggen aanzienlijk boven hun eerdere lage waarden, zelfs nu de aandelenindexen nieuwe recordhoogtes bereiken.

De pieken op de aandelenmarkt in de jaren '90 en 2007 werden voorafgegaan door patronen van hogere lagere waarden in beide kredietspreads (afbeelding 10-13). Het feit dat zowel in kredietspreads als in volatiliteitsindexen weer een patroon van hogere dieptepunten aan het ontstaan is (afbeelding 14 en 15), kan ook bijdragen aan de nervositeit van investeerders die beleggen in de technologiebedrijven die zo sterk aanwezig zijn in de NASDAQ 100-index.

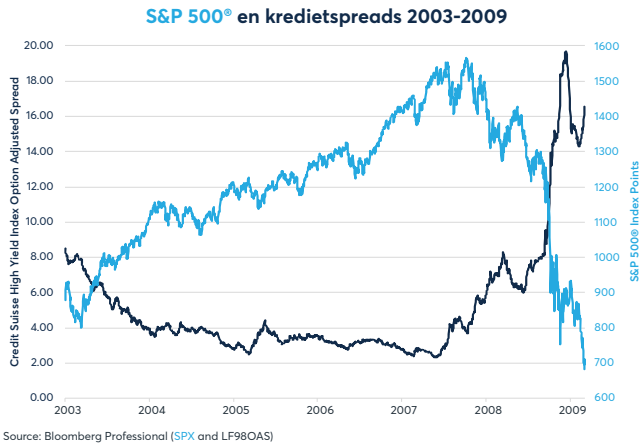
Afbeelding 10. Drie jaar vóór de piek in 2000 werd een patroon van oplopende kredietspreads ingezet.



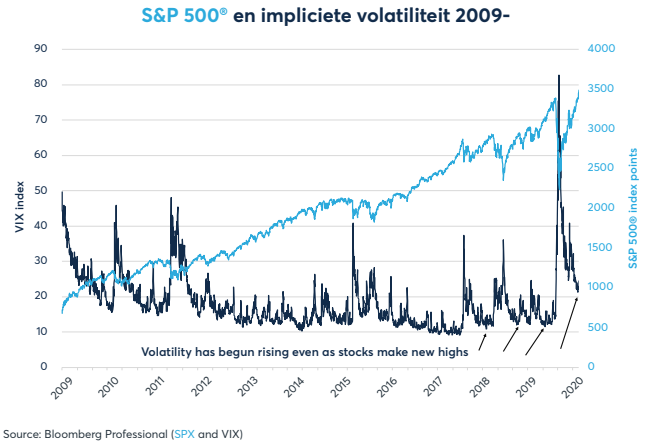
Afbeelding 11. De volatiliteit begon te stijgen in 1996 en 1997, ruim voor de piek op de aandelenmarkt in 2007



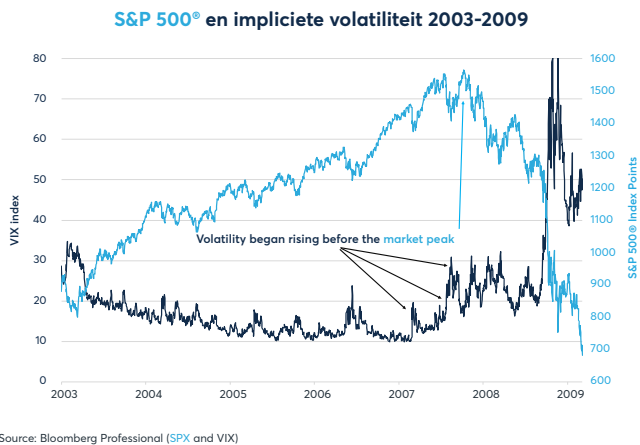
Afbeelding 12. De verruiming van de kredietsspreads begon acht maanden jaar vóór de piek van aandelen in 2007



Afbeelding 15. De volatiliteit begon te stijgen in 2018 en is niet teruggekeerd naar eerdere lage waarden



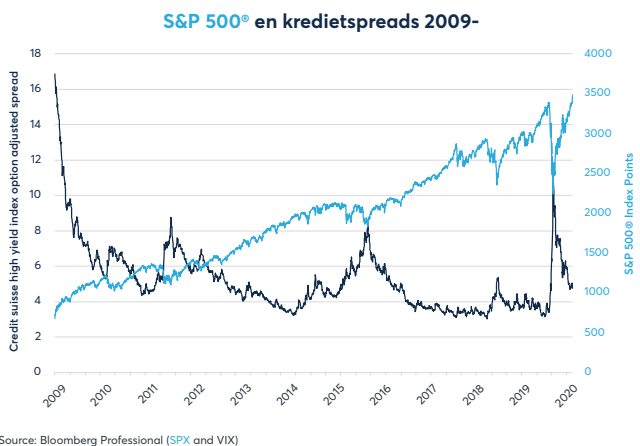
Afbeelding 13. De volatiliteit begon ongeveer een jaar voor de piek van 2007 te stijgen



Samengevat:

- NASDAQ 100-opties zijn niet langer gekoppeld aan S&P 500-opties
- NASDAQ 100 heeft de aandelenindexen omhoog gestuwd, net als in de jaren negentig.
- De betere prestaties van tech-aandelen kunnen leiden tot een grotere vraag naar NASDAQ-opties.
- Herinneringen aan de "tech wreck" kunnen ook bijdragen aan de premie in NASDAQ 100-opties
- Kredietsspreads en volatiliteit zijn niet teruggekeerd naar eerdere lage waarden, ook al hebben aandelen nieuwe recordhoogtes bereikt

Afbeelding 14. Zelfs de aankoop van bedrijfsobligaties door de Fed heeft niet er niet toe geleid dat kredietsspreads terugkeren naar eerdere lage waarden



Ons Economic Research-team biedt u toegankelijke rapporten over gebeurtenissen in de markt die voor u van belang zijn. Als u zich aanmeldt voor ons e-mailabonnement, ontvangt u de nieuwste rapporten van CME Group zodra ze worden gepubliceerd. [Nu aanmelden](#).

Over de auteur

Erik Norland is uitvoerend directeur en senior econoom van CME Group. Hij is verantwoordelijk voor het genereren van economische analyses op wereldwijde financiële markten door opkomende trends te identificeren, economische factoren te evalueren en hun impact op CME Group en de bedrijfsstrategie van het bedrijf te voorspellen, en op degenen die handelen in de verschillende markten. Hij is ook een van de woordvoerders van CME Group over wereldwijde economische, financiële en geopolitieke omstandigheden.

[Bekijk meer rapporten](#) van Erik Norland, Executive Director en Senior Economist van CME Group.

cmegroup.com

Een bijdrage aan de vooruitgang in de wereld. CME Group bestaat uit vier 'designated contract markets' (DCMs): de Chicago Mercantile Exchange Inc ("CME"), de Chicago Board of Trade, Inc. ("CBOT"), de New York Mercantile Exchange, Inc. ("NYMEX") en de Commodity Exchange, Inc. ("COMEX"). De afdeling Clearing van CME treedt op als organisatie voor de clearing van derivaten (DCO) voor de DCM's van de CME Group.

Op de beurs verhandelde derivaten en geclarede OTC-derivaten zijn niet voor alle beleggers geschikt en brengen risico op verliezen met zich mee. Op de beurs verhandelde en OTC-derivaten zijn instrumenten met een hefboomwerking en omdat slechts een percentage van de contractwaarde verhandeld hoeft te worden, kan het verlies hoger zijn dan het ingelegde bedrag. Dit bericht is geen prospectus of openbaar aanbod van zekerheden (in de zin van elke toepasselijke wetgeving); het is evenmin een aanbeveling om een specifieke investering of dienst te kopen, verkopen of houden.

De inhoud van dit bericht is opgesteld door CME Group voor algemene doeleinden en is niet bedoeld als, en mag niet worden opgevat als, adviesverlening. Hoewel alles in het werk is gesteld om ervoor te zorgen dat de informatie in dit bericht juist is op het moment van publicatie, aanvaardt CME Group geen verantwoordelijkheid voor eventuele fouten of weglatingen en zal het bericht niet worden bijgewerkt. Alle voorbeelden en gegevens in dit bericht worden uitsluitend gebruikt als toelichting en mogen niet worden beschouwd als beleggingsadvies of de resultaten van feitelijke ervaringen op de markt. Alle informatie in dit document die betrekking heeft op regels en specificaties is afkomstig uit de officiële rulebooks van CME, CBOT, NYMEX en COMEX en wordt regelmatig vervangen. In alle gevallen, waaronder zaken in verband met contractspecificaties, moeten de actuele regels worden geraadpleegd.

CME Group garandeert niet dat het materiaal of de informatie in dit bericht geschikt is voor gebruik of is toegestaan in rechtsgebieden of landen waar het gebruik of de verspreiding ervan in strijd is met de toepasselijke wet- of regelgeving. In de rechtsgebieden waar CME Group geen toestemming heeft om zaken te doen of waar de verspreiding van dit bericht in strijd is met lokale wet- en regelgeving, is dit bericht niet beoordeeld of goedgekeurd door de regelgevende instanties. De toegang tot de informatie valt onder de verantwoordelijkheid van de gebruiker.

In Nederland zijn CME, CBOT, NYMEX en COMEX ontheven van de verplichting erkenning op de beurs aan te vragen.

CME Group, het Globe Logo, CME, Globex, E-mini, CME Direct, CME Datamine en Chicago Mercantile Exchange zijn handelsmerken van Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT en de Chicago Board of Trade zijn handelsmerken van de Board of Trade of the City of Chicago, Inc. NYMEX en ClearPort zijn handelsmerken van de New York Mercantile Exchange, Inc. COMEX is een handelsmerk van Commodity Exchange, Inc.

Copyright © 2020 CME Group Inc. Alle rechten voorbehouden.

Postadres: 20 South Wacker Drive, Chicago, Illinois 60606 USA

ED463NL/0920