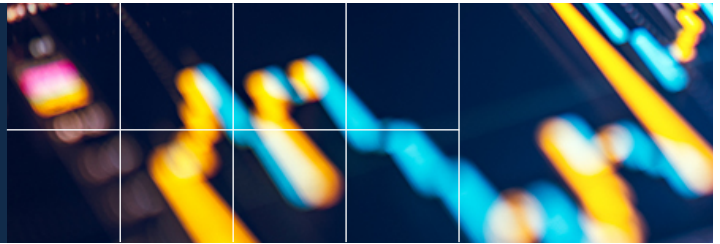


Zes tekenen van het eind van de bullmarkt voor aandelen

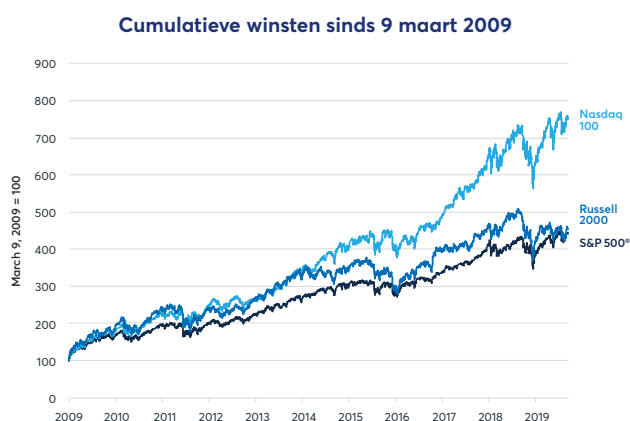


Ons Economic Research-team biedt u toegankelijke rapporten over gebeurtenissen in de markt die voor u van belang zijn. Als u zich aanmeldt voor ons e-mailabonnement, ontvangt u de nieuwste rapporten van CME Group zodra ze worden gepubliceerd. [Nu aanmelden.](#)

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.

Halverwege september stond er bij de Federal Reserve (Fed) een tweede renteverlaging op stapel, leek de handelsoorlog niet verder te escaleren en waren de NASDAQ en de S&P 500® op een paar procent na weer terug op hun recordhoogtes (afbeelding 1). Maar als we wat verder kijken, zijn er wat minder rooskleurige signalen voor de bullmarkt op aandelengebied, die bezig is met zijn 11e jaar van expansie. De bedrijfswinsten houden geen gelijke tred met de aandelenkoersen. De kredietspreads worden ruimer en de volatiliteit neemt toe. Bovendien is de basis van de aandelenrally tamelijk smal en doen de small-caps het minder goed. Al met al begint de bullmarkt tekenen van vermoeidheid te vertonen, al is het nog niet zo erg dat hij omvalt.

Afbeelding 1. Bullmarkt begon meer dan tien jaar geleden op 9 maart 2009



Source: Bloomberg Professional (SPX, NDX and RTY)

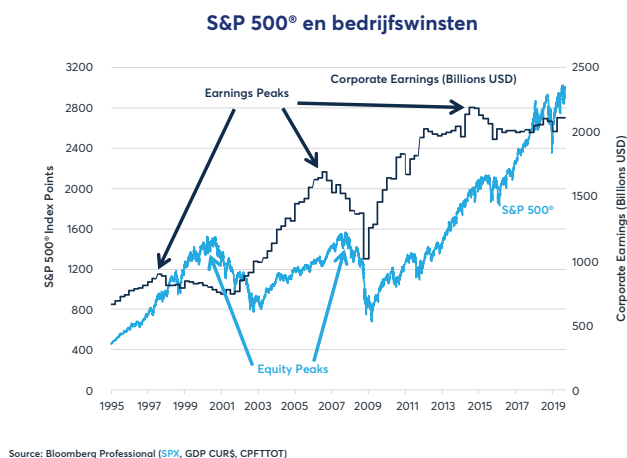
Gelukkig zit er geen tijdslimiet aan hoe lang een markt kan blijven stijgen. Het feit dat de bullmarkt ruim tien oud is, hoeft dus niet te betekenen dat het einde in zicht is (al zou dat zo maar eens kunnen gebeuren). Maar er zijn verschillende signalen die erop wijzen dat de goede tijden binnenkort wel eens voorbij kunnen zijn. Dit zijn:

- Dalende bedrijfswinsten
- Smallere basis van de aandelenindex met uitsluitend aandelen van large-caps
- Ruimere kredietspreads
- Toenemende impliciete volatiliteit op aandelenindexopties

Dalende bedrijfswinsten

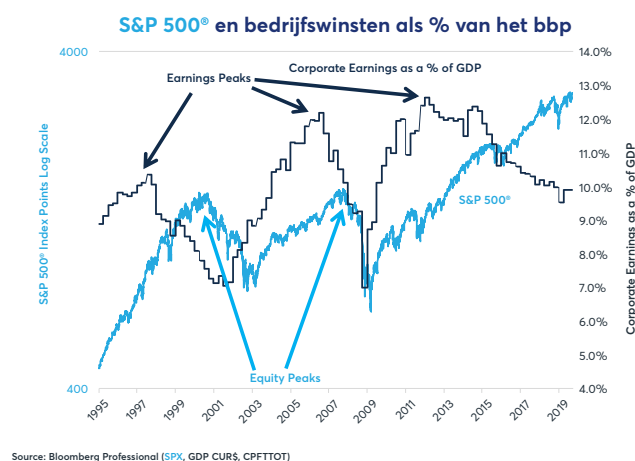
De twee meest recente bullmarkten gingen door twee fasen. De eerste fase ligt voor de hand: de bedrijfswinsten stijgen en de aandelenkoersen stijgen mee. Fase twee is wat complexer: de bedrijfswinsten beginnen te dalen, maar de aandelen stijgen toch. In de jaren negentig duurde de eerste fase tot 1997 en trad fase twee in werking tijdens de laatste drie turbulente jaren van de bullmarkt. In de daaropvolgende bullmarkt duurde fase één van 2003 tot begin 2006, met vervolgens een tweede fase van halverwege 2006 tot de piek van oktober 2007 (afbeelding 2).

Afbeelding 2. De piek in winsten treedt vaak veel eerder op dan de piek in de aandelenmarkt.



Dit keer duurde fase één van 2009 tot 2014. Sindsdien zijn de bedrijfswinsten, gemeten in dollars, een soort fase 1,5 ingegaan. De winsten zijn niet dramatisch gedaald, maar er is wel wat stagnatie opgetreden en in de afgelopen jaren zelfs wat verlies, ondanks het feit dat de aandelen bleven stijgen. Als we kijken naar de bedrijfswinsten als percentage van het bbp, zien we dat dit sinds eind 2014 flink is gedaald door de sterke toename van het nominale bbp ten opzichte van de opbrengsten uit winst. Desalniettemin bereikte de S&P 500 zijn hoogste punt als % van het bbp sinds 2000 (afbeelding 3).

Afbeelding 3. Sterke daling in bedrijfswinsten sinds 2014



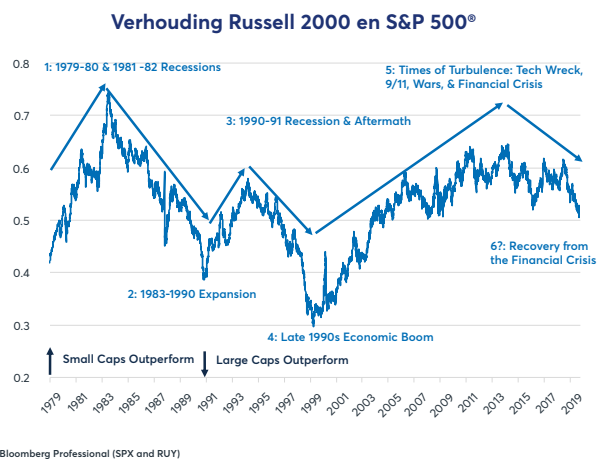
Gelet op de achter ons liggende belastingverlagingen, de dramatisch toegenomen krapte op de arbeidsmarkt en een kortetermijnrente die van nul weer in de positieve cijfers is beland, zouden de bedrijfswinsten wel eens verder naar beneden kunnen gaan. Bij de twee eerdere perioden van bullmarkt is echter gebleken dat dalende winsten niet noodzakelijkerwijs leiden tot lagere aandelenkoersen, al is een nieuwe bearmarkt op den duur onvermijdelijk. Desalniettemin zijn de dalende winsten en de stijgende aandelenkoersen een teken dat de aandelenrally langzaam in de eindfase is

beland. Beleggers doen er goed aan na te denken over hoe ze hun risico's kunnen afdekken en welke veiligere opties ze hebben als het zover is.

Concentratie van aandelenrally in aandelen van large-caps

Tijdens de hausse van de jaren tachtig en negentig deden small-caps het aanvankelijk beter in de rally dan in de jaren van recessie die eraan voorafgingen. Toen echter het eind van de looptijd van deze uitbreidingen in zicht kwam, stuitten de small-caps op een muur en begonnen de large-caps beter te presteren. Tijdens de recessie van 2001 presteerden de aandelen van small-caps weer even wat beter, zoals al eerder het geval was in perioden van turbulentie in de markt. Wat de bullmarkt in 2003-2007 anders maakte, was dat de small-caps het beter bleven doen (behalve vlak voor de piekperiode door de uitbreiding in 2005-2007) en dit vasthielden tot 2013, vier jaar na het begin van de huidige bullmarkt. Sinds 2013 zijn de prestaties van de large-caps weer beter, vooral in de afgelopen twee jaar (afbeelding 4). Dit betekent niet meteen het einde van de bullmarkt, maar het is een andere, zij het gebrekkige, factor die aangeeft dat de signalen van de huidige, op leeftijd komende bullmarkt goed in de gaten moeten worden gehouden.

Afbeelding 4. Goed presterende aandelen van large-caps zijn vaak een signaal dat de bullmarkt oud wordt.



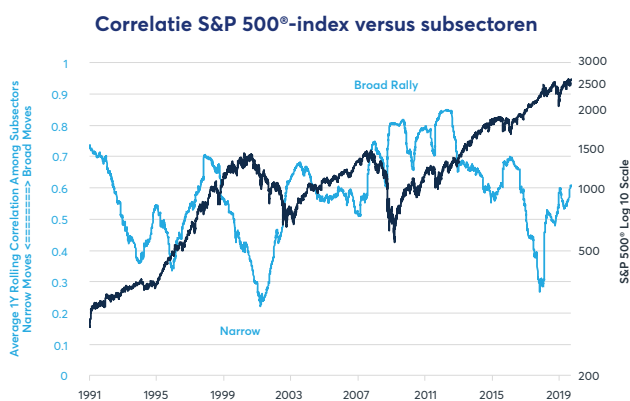
Grotere verschillen tussen aandelensectoren

De S&P 500 is op te delen in elf grote subsectoren: duurzame consumptiegoederen, basisconsumptiegoederen, energie, financiële instellingen, gezondheidszorg, industrie, IT, grondstoffen, telecom, nutsbedrijven en onroerend goed. Meestal vallen deze sectoren tijdens bearmarkten min of meer samen (met uitzondering van de nutsbedrijven die profiteren van een lagere rente). Daarnaast is een gunstig getijde in de beginstadiën van een bullmarkt meestal goed voor alle sectoren. De correlatie tussen de sectoren blijft hoog. Maar naarmate de bullmarkt langer duurt, begint die

correlatie langzaam af te nemen. Veel sectoren beginnen slechter te presteren en gaan hun eigen weg, en de aandelenrally spitst zich meer en meer toe op slechts een selecte groep sectoren. Zo werden de jaren negentig en de huidige rally vooral gedomineerd door technologieaandelen. Een dergelijke concentratie leidt vaak tot teleurstelling bij beleggers die de aandelenkoersen in de favoriete sectoren hebben opgedreven tot een niveau dat niet in verhouding staat tot de winsten. Uiteindelijk beginnen sommige groepen beleggers zich nerveus af te vragen of hun favoriete bedrijven wel in staat zijn hun winstdoelstellingen te halen, en gaan ze over tot verkoop. En dat is het begin van de bearmarkt.

In de huidige bullmarkt waren de correlaties tussen de sectoren van 2009 tot 2012 buitengewoon hoog en vervolgens tot 2015 wat meer gematigd. Tegen de tijd dat de markt in 2018 op zijn hoogtepunt was, waren de correlaties gedaald tot het laagste niveau sinds 2001, het jaar waarin de markt een daling van uiteindelijk zo'n 50% inzette. Het correlatiecijfer tussen marktsectoren is echter een gebrekkige indicator. In 1993 ging dit cijfer ook omlaag en 1994 was vooral een jaar van indirecte aandelenhandel. Daarna liet de markt van 1995 tot 2000 weer een stijging zien. Bovendien ziet het plaatje van de onderlinge correlatie er sinds het vierde kwartaal van 2018 aanzienlijk beter uit, maar dit is vooral het gevolg van het feit dat de meeste sectoren in dat kwartaal behoorlijk kelderden. Het herstel was onevenwichtig en concentreerde zich met name op drie sectoren: IT, gezondheidszorg en duurzame consumptiegoederen (afbeelding 5).

Afbeelding 5. Uitsplitsing van correlatie tussen sectoren als mogelijke aanwijzing voor toekomstige problemen



Source: Bloomberg Professional (SPX, SSINFT, SSFINL, SSENRS, SSHLTH, SSCOND, SSCONS, SSUTIL, SSMATR, SSTELS, SSINDU)

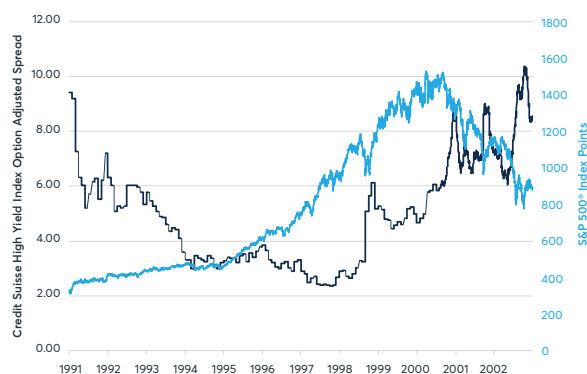
Ruimere kredietsspreads

Krediet is de levensader van de economie. Wanneer bedrijven, particulieren en overheden gemakkelijk geld kunnen lenen, leidt dit bijna onvermijdelijk tot een groei van de economie. Wanneer de kredietmogelijkheden daarentegen opdrogen, belanden de economie en uiteindelijk ook de aandelenmarkten vaak in slechter weer. In beide bullmarkten in de jaren negentig en 2003-2007 was er al sprake van ruimere kredietsspreads ruim voordat de piek op

de aandelenmarkt begon, een duidelijke waarschuwing die jarenlang door aandelenbeleggers werd genegeerd totdat het te laat was: de economie belandde in een recessie en de aandelenkoersen stortten in (afbeelding 6 en 7).

Afbeelding 6. De verruiming van de kredietsspreads begon ruim twee jaar vóór de piek in 2000

S&P 500® en kredietsspreads 1991-2002



Source: Bloomberg Professional (SPX and LF98OAS)

De huidige aandelenrally kende twee pieken in kredietsspreads, een in 2011 tijdens het begrotingsconflict tussen het Congres en het Witte Huis, en opnieuw in 2015. De piek in 2015 viel samen met de scherpe daling van de grondstoffenprijzen. Toen de olieprijs tussen eind 2014 en begin 2016 daalden van 100 naar 26 dollar per vat leidde dit tot aanzienlijk ruimere spreads in de energiesector. De gebeurtenis was echter nauwelijks van invloed op het algehele herstel of de aandelenmarkt. De productie van ruwe olie was destijds goed voor ongeveer 1,5% van het bbp in de VS en de productie daalde in waarde tot 0,5%. De economische schade in de energiesector was behoorlijk, met een golf van ontslagen en sterk lagere kapitaalinvesteringen, maar voor de andere 98,5% van de economie waren de lagere energieprijzen een zegen.

Afbeelding 7. De verruiming van de kredietsspreads begon ruim een jaar vóór de piek in 2007

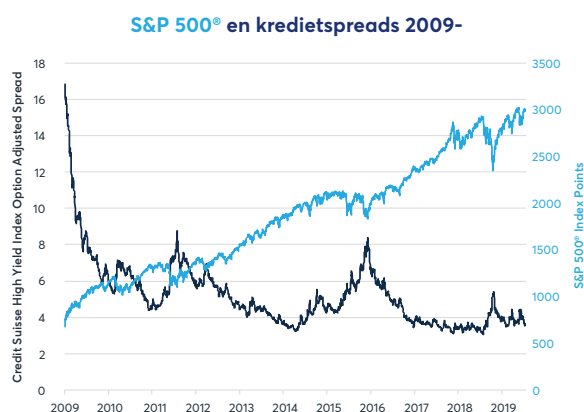
S&P 500® en kredietsspreads 2003-2009



Source: Bloomberg Professional (SPX and LF98OAS)

In oktober 2018 begonnen de kredietspreads weer wat ruimer te worden. Bij elke lage waarde van hoogrentende obligatiespreads op staatsobligaties was het verschil steeds groter dan bij de vorige (afbeelding 8). Tot nu toe is een enorme klap in hoogrentende spreads uitgebleven, maar dit kan veranderen als de Amerikaanse staatsobligaties een niveau van 6-7% bereiken. Dat was het niveau dat in 2000 en 2007 waarschijnlijk de aanleiding was voor banenverlies, economische neergang en bearmarkten.

Afbeelding 8. Huidige bullmarkt vertoont nog geen serieuze tekenen van ruimere kredietspreads.



Kredietspreads worden in belangrijke mate bepaald door het monetaire beleid. Soepel monetair beleid zorgt meestal voor een situatie met nauwere of strakke kredietspreads. Bij een strak monetair beleid worden de kredietspreads vaak weer wat ruimer. Maar het monetaire beleid wordt tegelijk ook beïnvloed door de kredietspreads: nauwe spreads zorgen er uiteindelijk voor dat de Fed haar beleid aanscherpt, terwijl ruime spreads vaak voor soepeler Fed-beleid zorgen.

Lees onze artikelen over:

[VIX-Kredietspreads](#)

[Ruimere kredietspreads](#)

Toenemende volatiliteit

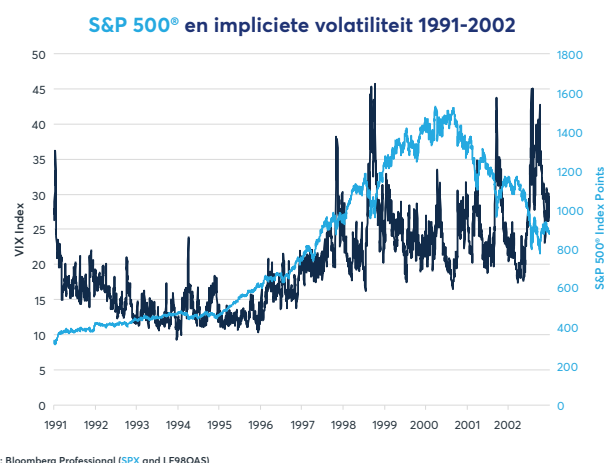
Net als kredietspreads lijkt de volatiliteit zich te bewegen in cycli die verband houden met het monetaire beleid. En op dezelfde manier als ruime kredietspreads zijn stijgingen in de kosten van aandelenopties (verhoogde impliciete volatiliteit) vaak een voorbode van een bearmarkt. In grote lijnen kent de markt voor aandelenindexopties twee stadia: een toestand van lage volatiliteit (1993-1996, 2004-2006 en 2011-2018), vaak geassocieerd met de middelste fase van economische expansie en het bestaan van een bullmarkt. En een toestand van hoge volatiliteit (1989-1991, 1997-2003 en 2007-2011) die wordt geassocieerd met het einde van de bullmarkten en de daaruit voortvloeiende bearmarkten of economische recessies.

Bij lage volatiliteit ligt de gemiddelde impliciete volatiliteit van

S&P 500 indexopties vaak rond de 12-14%, met een bereik van doorgaans 8,5% impliciete volatiliteit met uitschieters van 20% of meer naar boven of 30% of meer naar beneden bij incidenteel hoge verkoop in de markt. Wanneer de volatiliteit van aandelen hoog is, meestal na een aanscherping van het Fed-beleid of een vlakkere rentecurve, liggen de waardes gemiddeld op ongeveer 23-28%, met een ondergrens van zo'n 17-20% en frequente pieken tot 40-50% of soms nog hoger. Belangrijk voor beleggers is dat de overgang van een lage naar een hoge volatiliteit vaak ruim voor de piek op de aandelenmarkt optreedt. Dit wil zeggen dat bullmarkten tegen het einde vaak de neiging hebben om volatieler en grilliger te worden, zelfs als de aandelen blijven stijgen.

Zo begon de VIX bijvoorbeeld al in 1997 te stijgen (afbeelding 9), maar bereikte de aandelenmarkt pas zijn hoogtepunt in 2000. In 2007 was de overbruggingsperiode veel korter. Toch begon ook toen de volatiliteit al te stijgen vanaf februari 2007, ongeveer acht maanden voordat de markt op zijn hoogtepunt was (afbeelding 10).

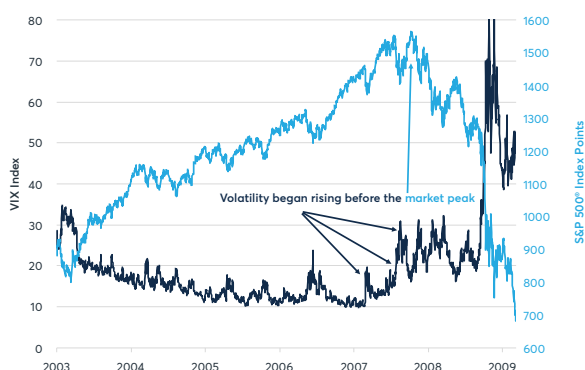
Afbeelding 9. Toenemende impliciete volatiliteit begon ruim drie jaar vóór de piek van 2000



De vraag voor beleggers is nu: zitten we al in een periode van stijgende volatiliteit van aandelenopties? Na de flinke stijging in januari 2018 is de volatiliteit nooit meer teruggekeerd naar zijn eerdere lage waarden, misschien anticiperend op de scherpe correctie in het laatste kwartaal van 2018. Sinds begin 2018 lag elke nieuwe lage volatiliteitswaarde van aandelenopties hoger dan de vorige.

Afbeelding 10. Volatiliteit op laagste punt acht maanden voor de piek in de markt in 2007

S&P 500® en impliciete volatiliteit 2003-2009

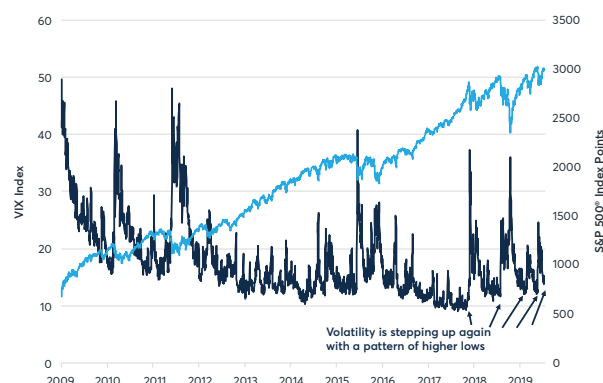


Source: Bloomberg Professional (SPX and LF98OAS)

De stijgende volatiliteit verklaart eveneens hoe het kan dat aandelen nog steeds kunnen stijgen, zelfs als tegen het eind van de bullmarkt de kredietspreads steeds ruimer worden (afbeelding 11). Aandelen kunnen worden beschouwd als een long-calloptie op een onderneming met een uitoefenprijs van nul en een onbepaalde looptijd / geen vervaldatum. Door hogere volatiliteit neemt de waarde ervan toe, dus een stijging van de marktvolatiliteit kan op korte termijn gunstig zijn voor aandeelhouders omdat de waarde van opties hierdoor hoger wordt. Anderzijds kunnen bedrijfsobligaties worden beschouwd als een short-putoptie op de onderneming: als alles goed gaat, innen de bezitters hun premie (ze krijgen hun geld terug met rente), maar als de resultaten slecht zijn, zijn ze hun geld of een deel daarvan kwijt. Grotere onzekerheid zorgt dus voor een dalende koers van bedrijfsobligaties en een hogere opbrengst, waardoor de kloof tussen opbrengsten van bedrijfsobligaties en die van US-staatsobligaties groter wordt.

Afbeelding 11. Geeft de stijgende volatiliteit opnieuw een waarschuwingssignaal af aan aandelenbeleggers?

S&P 500® en impliciete volatiliteit 2009-



Source: Bloomberg Professional (SPX and LF98OAS)

Samengevat:

- De aandelenindexen zijn bijna terug op recordhoogten
- De bullmarkt begint echter tekenen van zwakte te vertonen
- De volatiliteit neemt toe en de kredietspreads worden ruimer
- De bedrijfswinsten zijn aan het dalen
- De basis voor de aandelenrally wordt steeds smaller
- Als de aandelenrally doorzet, wordt deze waarschijnlijk volatieler en gevoeliger voor flinke, scherpe correcties

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 geclearde 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 © 2019 CME Group Inc. Alle rechten voorbehouden.

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

ED410NL/1019