

Back to the future: 1987

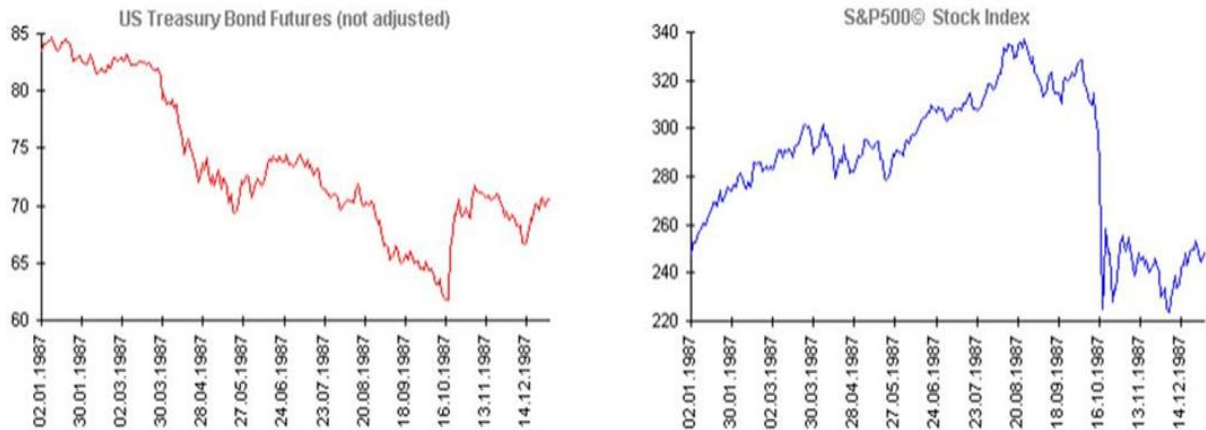
Het is inmiddels 30 jaar geleden dat de Black Monday crash wereldnieuws was. Waar bijna iedereen kijkt naar de grote daling van aandelen, krijgen de bijzondere bewegingen van obligaties in dat jaar nauwelijks aandacht. De lessen van 1987 zijn een onderdeel van het beleggingsbeleid van Valuedge, nu en in de toekomst. De huidige omstandigheden zijn in onze ogen duidelijk anders dan toen waardoor de kans op een nieuwe aandelencrash op korte termijn klein is. We zien meer risico in obligaties en hebben eind september de weging in aandelen juist verhoogd. Zo zijn de portefeuilles nu nog beter samengesteld om te profiteren van een verdere stijging van de risicobereidheid.

Inleiding

Vorige week donderdag 19 oktober was het precies dertig jaar geleden dat de grootste crash in de geschiedenis van de Amerikaanse beurs plaatsvond. Op die dag in 1987 duikelde de Dow Jones index 23% en werden alle voorpagina's gevuld met foto's van panikerende beurshandelaren. Deze dag is de geschiedenis ingegaan als 'Black Monday'. De 30^{ste} verjaardag is aanleiding voor veel terugblikken, met name in de Angelsaksische pers. Wij zien echter ook dat er vergelijkingen gemaakt worden met de huidige marktomstandigheden. In deze publicatie willen wij de gebeurtenissen in 1987 in perspectief plaatsen en laten zien hoe de lessen van de bekendste handelsdag ooit een belangrijke rol spelen in het beleggingsbeleid van Valuedge. We zullen ook uitleggen hoe de omstandigheden van nu afwijken van toen. Eind september hebben we aandelen toegevoegd en wat winst genomen in obligaties.

Het beursjaar 1987

Verhalen over Zwarte Maandag gaan vrijwel uitsluitend over de enorme daling in aandelenkoersen op die dag in 1987. Een in onze ogen belangrijk, uniek en onderbelicht aspect zijn de bewegingen in de obligatiemarkt van dat jaar. Tot de bewuste 19^e oktober hadden obligaties zeer slecht gepresteerd. De rente op de Amerikaanse 10-jaars staatsobligatie steeg in korte tijd van 7% naar 10%. Onderstaande figuur (zie linker grafiek) laat zien dat deze obligatiekoers voor Zwarte Maandag met 25% was gedaald. Aandelen daarentegen waren met bijna 40% gestegen in de eerste 9 maanden van 1987 (zie rechter grafiek). Kortom, aandelen waren na een jarenlange stijging heel duur geworden ten opzichte van obligaties. Het sentiment op de markt was daardoor extreem euforisch en beleggers zochten redenen om vooral aandelen aan te (blijven) houden. De beurzen voor opties en futures die in het begin van de jaren 80 tot ontwikkeling waren gekomen, boden beleggers voor het eerst mogelijkheden tot zogenaamde "portfolio insurance".



Figuur 1: Koers van 10 jarige Amerikaanse staatsobligatie & S&P 500 aandelenindex in 1987 (bron: sniper.at)

Met deze producten konden beleggers hun posities aanhouden en bescherming kopen tegen koersdalingen. Deze bescherming zorgde wel voor extra verkoopdruk bij dalende koersen. Het probleem was dat door de extreme stijgingen in de eerste maanden van 1987 de vraag naar portfolio insurance toenam. Deze vraag startte een vicieuze cirkel, waarbij koersdalingen leidden tot meer verkoopdruk. In de drie handelsdagen voor Black Monday waren aandelen al 10% gedaald en de angst voor een acceleratie van de verkoopdruk mondde uit tot de grote crash van bijna 23% op maandag 19 oktober. In 4 dagen was het rendement in aandelen van 40% volledig verdampt. Obligaties daarentegen stegen juist heel hard en maakte zo een groot deel van het eerdere (unieke) jaarverlies goed. Uiteindelijk sloten de S&P 500 en Dow Jones +5% voor het jaar 1987 maar het zou bijna 20 maanden duren voordat de verliezen van Black Monday waren ingelopen. Daarmee werkte deze gebeurtenis lang door in de psychologie van beleggers en is die dag de bekendste beursdag ooit geworden.

Gebruik maken van emotie

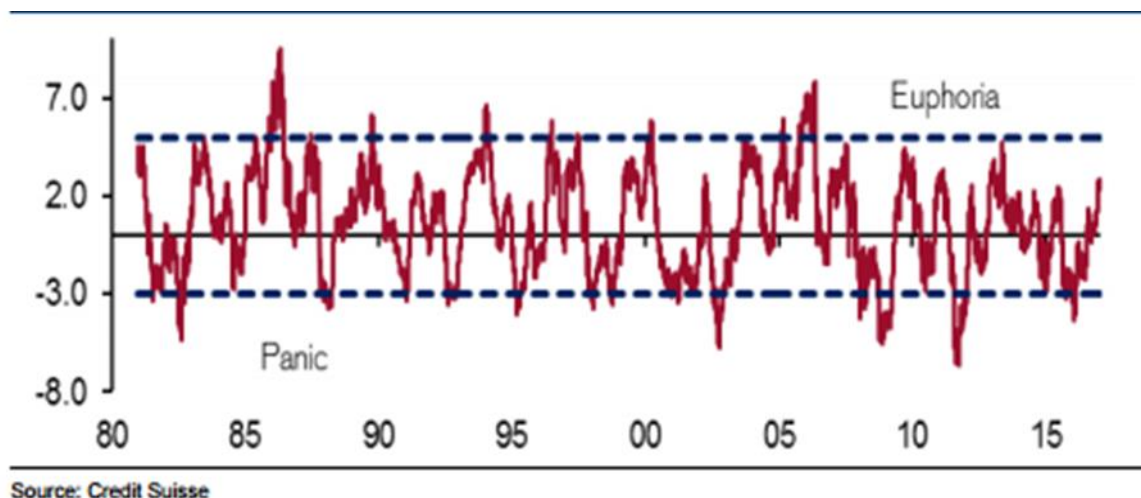
Op een lange termijn grafiek van de Amerikaanse aandelenmarkt is Black Monday slechts een klein deukje in een stijgende trend. Veel mensen zeggen daarom dat je crashes (= meer dan 20% daling in korte tijd) maar moet accepteren omdat het uiteindelijk altijd goed komt. Achteraf is het makkelijk praten. Op het moment dat er een crash plaatsvindt (zoals meer recentelijk in 2008) voelt het heel bedreigend. Vermogen en pensioenen krijgen grote klappen en de angst voor een blijvend veranderde toekomst maakt het moeilijk om te geloven in een goede afloop. De vooruitzichten zijn op zulke momenten mager want pessimisme overheerst. Je moet sterk in je schoenen staan om niet toe te geven aan angst en de verkoopknop in te drukken. Negatieve emoties bij verlies zijn vele malen groter dan positieve emoties bij winst.

We hebben na 1987 meerdere momenten gezien waarbij aandelen meer dan 20% van de top daalden. Gebeurt dit geleidelijk en niet in korte tijd, dan spreken we niet van een crash maar van een “bear market”. Elke crash kent zijn eigen oorzaak (achteraf) maar een ding hebben ze allemaal

gemeen: ze gebeuren nadat hebzucht de koersen tot te grote hoogte heeft laten stijgen. De crashes en bear markets van 1990, 2000-2002 en 2008 werden allemaal voorafgegaan door stijgingen van aandelen van 30% of meer in de twee kalenderjaren ervoor. Door onze jarenlange ervaringen op de financiële markten - één van de oprichters van Valuedge heeft Black Monday van dichtbij meegemaakt – hebben we geleerd dat emoties een grote rol spelen bij beleggen. Wij hebben in ons beleggingsproces bewust ruimte gemaakt om gebruik te maken van emoties. Als de risicobereidheid onder beleggers heel hoog is (euforie), dan nemen wij stapsgewijs winst en bouwen risico af. Als de markt in paniek is, voegen wij in fasen risico toe, omdat vanaf dat punt de verwachte toekomstige rendementen juist hoog zijn. Zo proberen wij grote negatieve uitslagen te voorkomen en creëren wij ruimte om na forse koersdalingen te kunnen kopen. Ons streven is om rendementen geleidelijk te laten verlopen zonder extreme schommelingen om negatieve emoties bij onze klanten voor te zijn.

Wat is de kans op een aandelenrash in 2017?

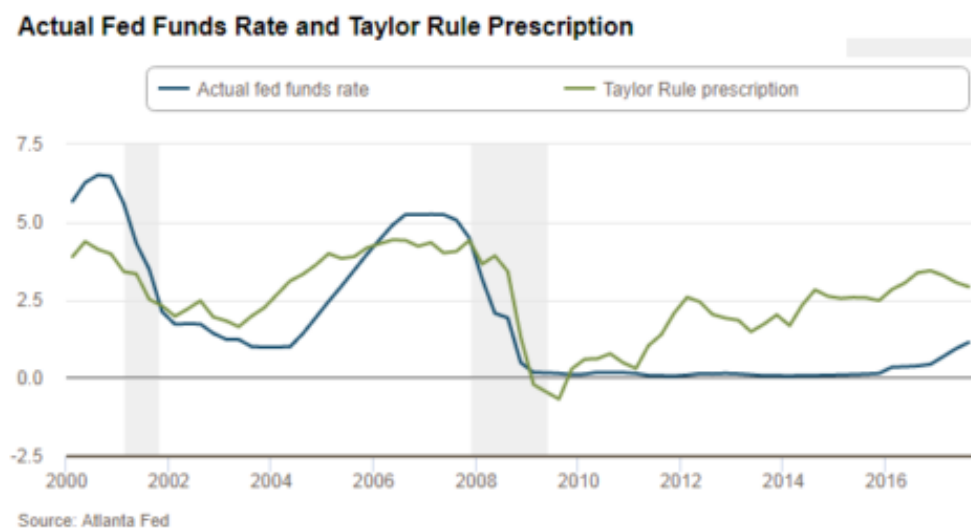
In de media zagen wij de afgelopen weken stukken opduiken die de omstandigheden van nu vergelijken met 1987 en die waarschuwen voor een nieuwe crash. Wij zien op dit moment geen signalen die wijzen op een crash op korte termijn. De werelandaandelenindex (ACWI) in US Dollar is zo'n 17% gestegen dit jaar maar in euro's slechts 7%. Dit komt niet in de buurt van de 40% performance die we in Amerikaanse aandelen zagen in de eerste 9 maanden van 1987. Bovendien was de performance van de ACWI (in USD) in 2015 -4,25% en in 2016 +5,63%. Dit staat in geen verhouding met de 30% of meer die we in de vorige paragraaf beschreven. Als tweede reden willen we aanvoeren dat staatsobligaties nog niet bepaald in de uitverkoop zijn gegaan. De rente is weliswaar van extreem lage niveaus omhoog gekropen maar obligaties laten nog steeds een positief rendement zien voor dit jaar. Deze twee argumenten bepalen ook de mate van euforie. In augustus 1987 bereikte de euforie een climax zoals onderstaande sentimentsindex nog nooit heeft gezien. Op dit moment staat deze index op ongeveer 2 en is stijgende maar nog ruim verwijderd van de euforiezone.



Figuur 2: Credit Suisse Global Risk Appetite Indicator (bron: Credit Suisse)

Meer risico in obligaties

De risicobereidheid, zoals hierboven getoond, beweegt verder richting euforie als obligaties slecht presteren en aandelen het goed doen (net als in 1987). Op dit moment zijn er in onze ogen duidelijke signalen die aangeven dat obligaties een moeilijke tijd tegemoet gaan. Allereerst hebben de Centrale Banken van ontwikkelde landen aangegeven het monetaire beleid te gaan verkrappen en geleidelijk een einde te maken aan het opkopen van obligaties. Vanmiddag bevestigde de ECB dat het obligatie opkoopprogramma gereduceerd wordt in 2018 van €60mrd naar €30mrd per maand. Ten tweede zal naar alle waarschijnlijkheid Janet Yellen niet worden herkozen als voorzitter van de Amerikaanse Centrale Bank. Volgens goed ingevoerde bronnen staat Trump op het punt om John Taylor of Jerome Powell aan te stellen. Met name een keuze voor Taylor zou ervoor kunnen zorgen dat de rente in Amerika sneller gaat oplopen (= dalende koersen) omdat hij bekend staat om zijn eigen 'Taylor-rule'. Dit is een formule om het juiste niveau van de rente te bepalen. Volgens die regel staat de beleidsrente van de Fed nu zo'n 2% te laag (zie onderstaande figuur). Sommige vrezen dat de Fed onder zijn leiding de rente sneller zal normaliseren dan nu verwacht. Dit zou uiteraard negatief zijn voor obligaties.



Figuur 3: Actuele beleidsrente van de Fed vs Taylor rule (bron: Atlanta Fed)

Een derde argument voor een stijging van de rente is dat de inflatie naar verwachting de komende maanden gaat aantrekken. Wij zijn van mening dat door de grote valutakoersschommelingen van dit jaar de inflatie in de VS harder gaat stijgen dan in Europa.

De drie hierboven beschreven ontwikkelingen kunnen zorgen voor slechte prestaties van obligaties in de maanden die voor ons liggen. Zeker in een omgeving van aantrekkende wereldgroei en stijgende bedrijfswinsten kunnen aandelen dan veel beter presteren. We zien dan ook meer risico in obligaties dan in aandelen op dit moment. De combinatie van dalende obligatiekoersen en stijgende aandelen zullen leiden tot het oplopen van de sentimentsindex richting euforie. Wij denken dat deze beweging de komende 12-18 maanden doorzet.

Wijzigingen in de portefeuille

In onze laatste mailing 'Calimero' van 8 september spraken we de verwachting uit dat de situatie rond Noord-Korea zou gaan afkoelen en dat we op dat moment een grotere rol zagen voor aandelen in de portefeuilles. Tegen het einde van september zagen we genoeg positieve ontwikkelingen om risico toe te voegen. We hebben winst genomen op een aantal obligatieposities waarbij we met name Amerikaanse bedrijfsobligaties hebben gereduceerd tot bijna nul. Op dit moment is deze beleggingscategorie heel duur en bieden deze obligaties nauwelijks bescherming tegen een stijging van de rente. We hebben de weging in aandelen verhoogt met een extra accent op sectoren die goed presteren als de rente oploopt. Zo zijn de portefeuilles nu nog beter samengesteld om te profiteren van een verdere stijging van de risicobereidheid.

Tenslotte

We hebben al vaker gesteld dat markten gedreven worden door de economische cyclus maar beïnvloedt worden door hebzucht en angst. Op dit moment zijn de fundamentele economische ontwikkelingen wereldwijd al een tijd zeer positief te noemen. Dit betekent wel dat veel regio's zich verder in de economische cyclus bevinden. Normaal gesproken stijgt dan de inflatie en de rente, wat betekent dat aandelen een stuk beter presteren dan obligaties. Deze beweging lijkt eind september pas te zijn ingezet.

Crashes en bear markets horen bij beleggen. We hebben uitgelegd waarom wij vinden dat de huidige omstandigheden niet wijzen op een herhaling van 1987. De lessen van Black Monday hebben bijgedragen aan de vorming van ons beleggingsproces. Op het moment dat de markten weer euforisch zijn, zullen wij risico afbouwen zodat we een daling kunnen zien als een kans en niet als een bedreiging.

info@valuedge.nl Planetenweg5 T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634