

Financiële markten

Nervositeit op Wall Street

De internationale aandelenbeurzen moesten in de afgelopen weken forse koersdalingen incasseren. De beurs van New York stond vorige week bijna 9% lager dan de top die op 2 februari werd bereikt. De Amsterdamse beurs verloor bijna 8%, Frankfurt ruim 5%, Londen ruim 12% en de beurs van Hongkong maar liefst 25%. Oorzaak van de koersdalingen waren de renteverhogingen die de Amerikaanse centrale bank (Fed) op 4 februari en 23 maart doorvoerde (beide malen met een kwart procent) en de daaruit voortvloeiende koersdalingen van obligaties. De afgelopen week deed zich op de internationale aandelenmarkten een herstel voor. Onderhuids blijft de situatie echter instabiel.

Er heerst onzekerheid over de volgende stap van de Federal Reserve Board. Hoewel eerdere renteverhogingen de beurs hadden moeten kalmeren, gebeurde steeds het omgekeerde. De maatregelen die de Fed tot nu toe heeft genomen tegen de inflatie hebben blijkbaar onvoldoende geloofwaardigheid opgeleverd. Veel beleggers rekenen derhalve op een versnelde verhoging van de geldmarktrente in de komende weken. Volgens Warren Smith van The Bank Credit Analyst Foretrends¹ heeft de Fed de kans al gemist om de inflatie op tijd in te dammen, en kan zij nu niet anders dan de korte rente fors optrekken. Volgens hem zal de korte rente zeker stijgen naar 4,5% en bij paniek zelfs naar 6%. Zo'n forse monetaire verstrakking zal de doodsteek voor de economische groei betekenen en de Amerikaanse economie volgend jaar weer in een recessie doen belanden. De Amerikaanse aandelenmarkt zou aldus een flinke 'bear markt' te wachten staan met een koersdaling van 20 tot 25%. Dit doemscenario zou wel zorgen voor een flinke opwaardering van de dollar ten opzichte van andere munten.

Wij denken vooralsnog dat het zo'n vaart niet zal lopen. De huidige koers-

dalingen zijn correcties in een verder opgaande markt. De rentestijging in de Verenigde Staten is te wijten aan een overdreven angst voor inflatie. Wanneer de Fed de geldmarktrente de komende weken verder verhoogt, zou dit de Amerikaanse obligatiemarkt tot rust moeten brengen. De Amerikaanse aandelenmarkt bevindt zich in de overgang van het eerste makkelijke, want rentegedreven, deel van de 'bull'-markt naar het tweede, moeilijkere, winstgedreven deel. De komende twee weken zullen in de VS veel bedrijven hun winstcijfers over het eerste kwartaal bekend maken. De meeste analisten verwachten op dit moment voor 1994 in de Verenigde Staten een lichte terugval in de groei van de winsten. Vergaande kostenbesparingen in combinatie met een snelle groei van de afzet, maken dat de winsten in 1994 hoger kunnen uitvallen dan de verwachtingen.

Hoe ver kunnen, als het onzekere renteklimaat aanhoudt, de koersen nog omlaag? De grootste verkopen van aandelen en obligaties kwamen tot nu toe van beleggers die met geleend geld werken. Met een geldmarktrente van 3% kon in de Verenigde Staten tot voor kort goedkoop worden geleend om in binnen- en buitenland te beleggen. Dergelijke beleggers zitten nu klem. De kosten van hun leningen zijn door de gestegen geldmarktrente toegenomen, terwijl de waarde van de beleggingen die zij daarmee deden daalt. De meeste Amerikaanse beleggingen zijn evenwel in handen van meer behoudende institutionele beleggers of particulieren, al dan niet via beleggingsfondsen. Die staan nog grotendeels aan de zijlijn en weigeren hun verlies te nemen. De vraag is wel hoe lang zij hun zenuwen in bedwang kunnen

houden. Met name de particuliere belegger vraagt daarbij om aandacht, want de tijd is voorbij dat alleen pensioenfondsen en verzekeraars de Amerikaanse beurs domineerden.

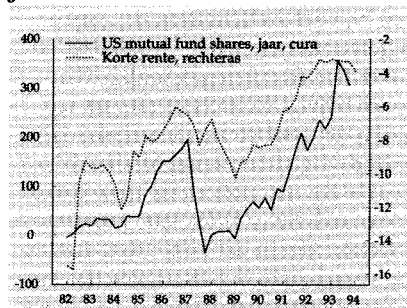
Bonanza voor Amerikaanse beleggingsfondsen

In de afgelopen jaren heeft zich in de Verenigde Staten een run op beleggingsfondsen voorgedaan. Geconfronteerd met de lage rente op bankdeposito's, 'Certificates of Deposit' en geldmarktfondsen, die jarenlang zo'n aantrekkelijke parkeerplaats voor spaargelden vormden, gingen veel particulieren noodgedwongen op zoek naar een meer rendabele belegging voor hun financiële activa. Zij vonden dat in aandelen, langlopende obligaties en vooral in beleggingsfondsen ('mutual funds'). Sinds 1990 is, als gevolg van de lage geldmarktrente, via Amerikaanse aandelen- en obligatiefondsen meer dan 500 miljard dollar naar de markt gestroomd. Figuur 1 laat dit zien. Vorig jaar was circa eenderde van de handel op de Amerikaanse effectenbeurs te danken aan beleggingsfondsen. Maandelijks stroomde in 1993 ongeveer 12 miljard dollar via beleggingsfondsen naar de aandelenbeurs. Een bedrag dat tijdens de 'bull'-markt van de jaren tachtig gemiddeld genomen niet eens in een heel jaar werd gehaald. De run op aandelen via beleggingsfondsen wordt algemeen beschouwd als een belangrijke, zo niet de belangrijkste, verklaring voor het hoge koersniveau op de Amerikaanse aandelenbeurs.

Risico's

Nu de Amerikaanse aandelenmarkt een forse koersdaling meemaakt, heerst er bezorgdheid over deze enorme toestroom van middelen. Immers, de vele investeerders in beleggingsfondsen, waarvan een aantal in de afgelopen jaren voor het eerst zijn gaan beleggen, zouden de markt met drommen kunnen verlaten zodra tekenen wijzen op een aanhoudend neergaande lijn. Zo waarschuwde Henry Kaufman (die als Dr Doom in de jaren zeventig en tachtig bij Salomon Brothers grote bekendheid ver-

Figuur 1. Instroom in beleggingsfondsen^a en korte rente



a. Maandelijks instroom op jaarbasis, in miljarden dollars.

1. *Wall Street Journal*, 5 april 1994, blz. 7.

wierf) eind vorig jaar al op de risico's verbonden aan de overheersende positie die de 'mutual funds' tegenwoordig innemen op de aandelenbeurs en de obligatiemarkt. Kaufman betwijfelde of particulieren zich er wel voldoende van bewust zijn dat een belegging in aandelen of obligaties de hoofdsom bloot staat aan koersrisico's. Dat betekent, aldus Kaufman, dat de 'mutual funds' wellicht te maken krijgen met enorme onttrekkingen ('redemptions'), als de nieuwe belegger zich alsnog gaat realiseren welke koersrisico's hij loopt.

Dat de particulier heel anders tegen een obligatie aankijkt dan de professional blijkt ook uit een in 1992 uitgevoerd onderzoek van het Amerikaanse Investment Company Institute. Hieruit blijkt dat veel particulieren vooral verzekerd willen zijn van vast rente-inkomen over een zo lang mogelijke periode. En dus blijkt de particulier bij voorbeeld obligaties met een variabele rente ('variable rate bonds') riskanter te vinden dan obligaties met een vaste rente ('fixed rate bonds') en kortlopende beleggingen ('short term bonds') meer risicovol dan een langlopende ('long term bonds'). Dat de koersschommelingen van langlopende beleggingen vele malen groter zijn dan van kortlopende beleggingen, lijkt hen niet te deren. De particulier kijkt naar de hogere rente, en is ervan verzekerd aan het einde van de looptijd de hoofdsom toch terug te krijgen.

Tot nu toe is paniek bij de particuliere belegger uitgebleven. In februari groeide het vermogen van Amerikaanse aandelenfondsen nog met 14,5 miljard dollar. Maar niemand weet wat er gaat gebeuren als nu in

Tabel 1. Perceptie van beleggingsrisico (0 = risicoloos; 10 = hoog risico)

Junk bonds	7,2
Emerging markets	6,9
International equities	6,6
Variable rate bonds	6,3
Short term bonds	5,5
Blue Chip stocks	4,9
Long term bonds	4,2
Fixed rate bonds	3,5
US Treasuries	2,8

Bron: Bernstein Research, *The future of money management in America*, New York, 1993, blz. 22.

'Bulls' en 'bears'

De afgelopen veertig jaar kende de Amerikaanse beurs dertien maal een terugval van meer dan 10%, dus gemiddeld eens in de drie jaar. Maar slechts zeven keer ging het om een koersdaling van 20% of meer (een 'bear markt'), en in bijna alle gevallen werd daarmee een nieuwe recessie aangekondigd (de beurskrach van 1987 was de uitzondering). In alle overige gevallen ging het om (tussentijdse) correcties in een verder opgaande markt. Tussentijdse correcties doen zich met name voor wanneer rentegedreven beurzen in winstgedreven beurzen overgaan. De huidige maanden vormen dus een aannemelijke periode voor zo'n correctie. Beleggers moeten zich door zo'n correctie in een verder opgaande markt niet van de wijs laten brengen. Ze vormen een uitstekende gelegenheid om bij te kopen.

Een voorbeeld om dat te illustreren. Zo leek de 'bull markt' van de jaren tachtig, nadat de Amerikaanse centrale bank in maart 1983 begon te verkrapen, al in november 1983 te stranden. Na een koersstijging van 55% in de periode augustus 1982 tot november 1983, zakte de S&P in negen maanden tijd toen met 9%. Beleggers die zich daardoor hadden laten afschrikken, zouden vervolgens het mooiste deel van de bull markt dat begon in juli 1984 hebben gemist. Van juli 1984 tot augustus 1987 stegen de koersen op de Amerikaanse beurs nog eens met 120%.

De bull markt begon in de VS in november 1990 en in Continentaal Europa en Japan in het najaar van 1992. Sindsdien stegen de koersen in Europa en Japan met zo'n 45 tot 50% en in de Verenigde Staten met bijna 60%. Een vergelijking met voorgaande periodes van stijgende koersen leert dat dit nog maar het begin is. Na de recessie 1980/82 ging de S&P 500 tussen augustus 1982 en augustus 1987 met in totaal 208% omhoog. Daarmee was de bull markt van de jaren tachtig de meest krachtige bull markt uit de naoorlogse geschiedenis. Maar ook na de recessie 1960/61 steeg de S&P 500 tussen juni 1962 en december 1968 met exact 84%. En zelfs in de jaren zeventig, die toch niet bekend staan als de meest geweldige periode om te beleggen, konden beleggers als ze op het goede moment waren ingestapt tussen september 1974 en november 1980 een koersstijging van 122% meemaken. Gaan we nog wat verder terug in de geschiedenis, dan liet de bull markt die volgde op de recessie 1953/54 tussen augustus 1953 en juli 1956 een stijging van 110% zien. Zo bezien is de koersstijging die tot nu toe in de Verenigde Staten is opgetreden niet uitzonderlijk. Het einde van de 'bull markt' lijkt nog niet in zicht.

april bij veel particulieren de afrekeningen over het eerste kwartaal in de bus vallen. Als de aandelenkoersen verder blijven dalen, valt niet uit te sluiten dat veel particulieren alsnog schrikachtig zullen reageren. In zo'n geval is een daling van de Dow Jones index tot 3400 of zelfs 3200 punten mogelijk. Mocht dat gebeuren, dan nog verwachten wij overigens dat in de tweede helft van het jaar de Dow Jones index weer tot boven de 4000 punten zal stijgen. Bij de huidige economische situatie past geen langduri-

Tabel 2. 'Bull'-markt S&P 500, 1950-1994

Van	Tot	Koersstijging in %
jun 49	jan 53	87
aug 53	jul 56	110
dec 57	dec 61	78
jun 62	dec 68	83
sep 74	nov 80	121
aug 82	aug 87	208
okt 90		59 ^a

a. Tot en met 2 februari 1994.

ge rentestijging en doorgaande afkalfing van de aandelenkoersen.

Leendert Meijaard

De auteur is hoofd van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.