

The Long View

Door Jules Stevens & Marc Stevens

Het voorbije resultaatenseizoen werd gekenmerkt door (1) een sterk laatste kwartaal van kalenderjaar 2023 en (2) degelijke maar geen extravagante verwachtingen voor 2024. Beide beschouwen wij als positief. Het gerealiseerde, toont aan dat de motor nog steeds draait. En het temperen van de nogal hooggespannen marktverwachtingen toont aan dat bedrijven -zelfs na een goed kwartaal- liever ‘underpromissen’ om nadien eventueel te ‘overdeliveren’. Dat ondersteunt de structureel stijgende trend én houdt de dagelijkse volatiliteit van de aandelenkoers eveneens in toom.



Jules Stevens
Senior Portfolio Manager



Marc Stevens
Wettelijk vertegenwoordiger

CENTRALE BANKEN

Het scenario van zachte landing 2024 is nog steeds het meest realistische. De economie groeit, de werkloosheid blijft laag terwijl de Amerikaanse inflatie terug afneemt na een hallucinante stijging van 0% tot 8% in 2021-2022. Dit terwijl de Federal Reserve haar groeiverwachtingen voor 2024 bijstelde van 1.4% naar 2%, een vertraging t.o.v. de +3% in 2023 maar een degelijk cijfer. Een vergelijking met de jaren 1980 is op dat vlak dan ook scheefgetrokken. We krijgen wel eens grafieken voorgeschoteld waarbij inflatie tijdens begin jaren 1980 werd vergeleken met deze sinds 2021. En die overlappen elkaar. Maar correlaties aantonen zonder fundamentele argumentatie, is wetenschappelijk onjuist. Correlatie en oorzaak zijn niet hetzelfde. De conjunctuur en de financieel-economische condities zijn vandaag ontiegelijk veel gezonder dan in de jaren 1980.

Grafiek 1 toont dit mooi aan. De Federal Reserve is er sinds maart 2022 met verschillende renteverhogingen in geslaagd de kerninflatie (nominale inflatie gecorrigeerd voor voedsel en energieprijzen) te doen afnemen zonder de conjunctuur af te remmen: de werkloosheid is 0% toegenomen. Begin jaren 1980 zagen we een heel ander verhaal: de kerninflatie bereikte een hoogtepunt van 10% in maart 1980, die na een 2-jarig hobbelig parcours ook wel is afgenomen (Y-as), maar de werkloosheid steeg wel van 6% naar 11% (X-as). Tijdens deze twee jaar kende de Amerikaanse economie twee recessies en een rollercoaster aan rentewijzigingen. Daar is vandaag niets van te merken.

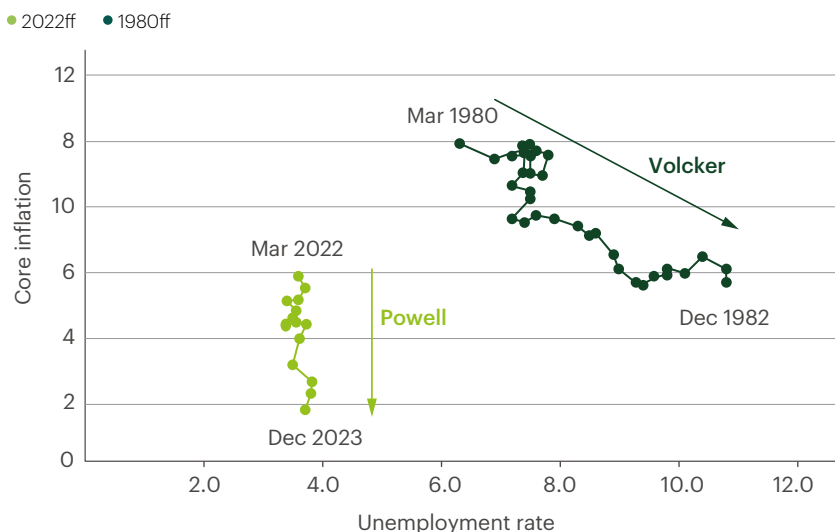
MARKTEN

Het werk van de Centrale Banken heeft ertoe geleid dat de beurzen nieuwe recordhoogtes bereiken. Wanneer dat gebeurt, rijst de vraag of het nu nog wel een geschikt moment is om in aandelen te beleggen.

Dat is menselijk en begrijpelijk. Maar het perfect ‘timen’ van de markt is niet weggelegd voor gewone stervelingen: we kunnen de korte termijn op de beurs gewoon niet voorspellen.

Grafiek 1 : Volcker vs. Powell: Pijnlijke vs. Pijnloze Desinflatie

Bron: S&P Global, Commerzbank Research



Tabel 1: YTD total returns in EUR

Bron: Bloomberg, data as of 15/04/2024.

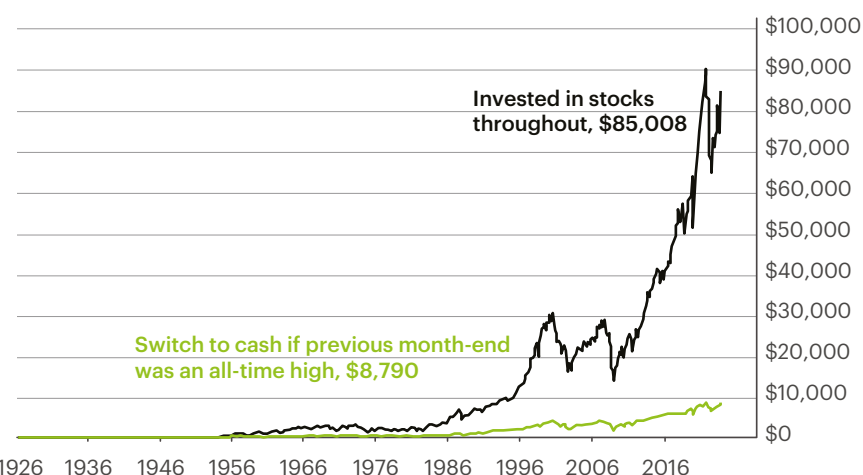
	2023	YTD
S&P 500	+22,2%	+12,1%
MSCI All Countries	+18,9%	+10,1%
Euro Stoxx 50	+23,2%	+10,3%

Een oplossing kan erin bestaan om gespreid in te stappen. Dit biedt soelaas aan kopers met cash, maar wat met beleggers die al volledig belegd zijn? Is het verstandig om de effecten die op hun top staan te verkopen? Allesbehalve, blijkt uit de onderstaande grafiek. Wie in 1926 in de Amerikaanse beurs, via de S&P 500 index, 100 USD zou hebben belegd, bezat vandaag na correctie voor inflatie afgerond 85k USD. Diezelfde belegger die aandelen op hun top zou hebben verkocht en pas terug ingestapt zou zijn nadat de koers eronder was gedoken, heeft in 2023 afgerond "slechts" 8.8k USD. Onze conclusie is dus, zoals steeds, dat verkopen op de top, om later lager terug te kopen heel nefaste gevolgen kan hebben voor uw rendement op de lange termijn.



Een andere belangrijke factor om rekening mee te houden in dit kader is momentum. Recordhoogtes kunnen namelijk enkel bereikt worden wanneer de markt in een positieve trend zit. Je kan geen recordhoogte bereiken wanneer de beurs daalt. Het bereiken van nieuwe records op de beurs is een natuurlijk fenomeen. De economie groeit structureel, het BBP per capita ook en dus ook de beurs. Grafiek 3 toont dat sinds 1929 we 1.320 nieuwe recordhoogtes op de Amerikaanse beurs hebben gezien, asymmetrisch verdeeld over de jaren heen. Recordhoogtes neigen dus plaats te vinden via clusters. Je moet dus geen angstige gevoelens hebben t.o.v. nieuwe recordhoogtes.

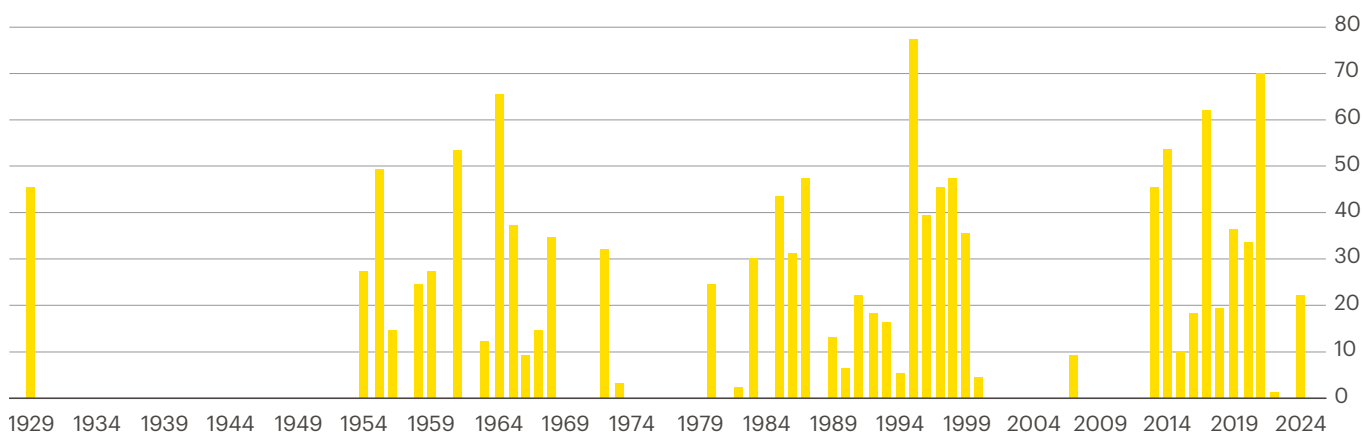
Grafiek 2: 100 USD belegd in de Amerikaanse Aandelenmarkt 1926-2023 (gecorrigeerd voor inflatie)* Bron: CFA Institute Stocks, Bonds, Bills and Inflation (SBBI) & Schroders



* Past performance is not necessarily a guide to the future and may not be repeated. Data: January 1926 - December 2023. Switching strategy moves cash for the next month whenever the previous month-end was a nominal all-time high, and is invested in stocks whenever it wasn't. A switching strategy based on inflation-adjusted all-time highs would have resulted in a final value of \$15,135, 80% below the fully invested strategy. Results exclude transaction costs.

Grafiek 3: Aantal Recordhoogtes op de S&P 500 sinds 1929

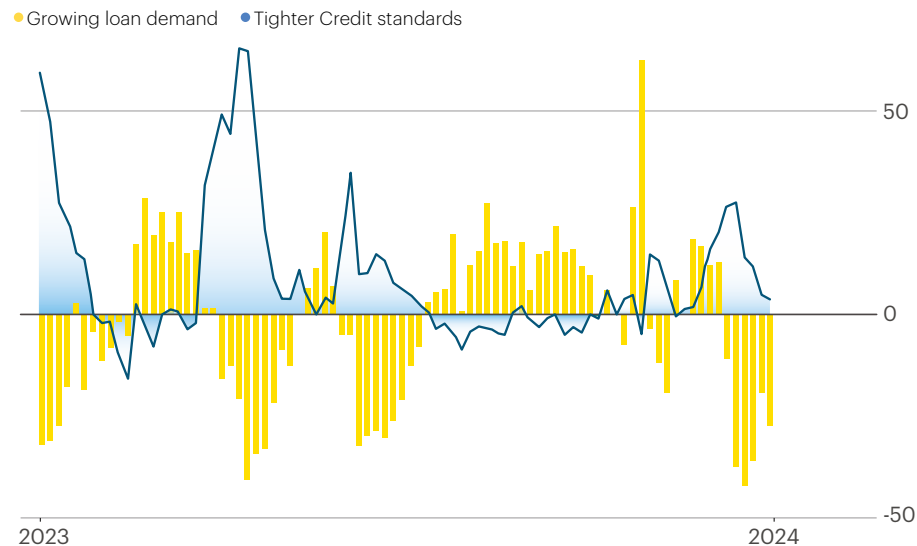
Bron: BNP Paribas, Bloomberg





Grafiek 4: Kredietvraag Europese Bedrijven

Bron: ECB, Bloomberg



Terwijl de Amerikaanse economie uitzonderlijke weerbaarheid vertoonde in 2023, had Europa het wat moeilijker met een BBP-groei van 0.1%. Europa kampt dan ook met enkele structurele problemen, waarvoor de vraag blijft of verlaagde rentes daarbij wel kunnen helpen: overregulering, demografische ontwikkelingen, gebrek aan technologische innovatie en energieafhankelijkheid. Grafiek 4 toont verder nog dat de vraag van Europese bedrijven naar krediet afneemt. Dit alles betekende wel dat de Europese inflatie sneller is kunnen afnemen.

CONCENTRATIERISICO

Het positieve momentum van enkele grote winnaars op de Amerikaanse beurs heeft ervoor gezorgd dat het “narratief” van concentratierisico opduikt. Concentratierisico is het risico dat slechts een klein aantal aandelen een disproportioneel groot aandeel vertegenwoordigen in het rendement van een index, tracker of fonds. Dat is prettig als de beurs stijgt, maar andersom leidt dit tot ook tot hoge

volatiliteit en in geval van -zelfs kortstondige- paniek tot extreme koersdalingen. In 2023 speelde dit concentratierisico in het voordeel van de Magnificent 7, die voor meer dan 100% van het rendement hebben gezorgd en samen maar 28% van de index vertegenwoordigden. In 2024 werden de Magnificent 7 trouwens al uitgedund tot de Fabulous 4, nadat Apple, Tesla en Alphabet wat pluimen verloren.

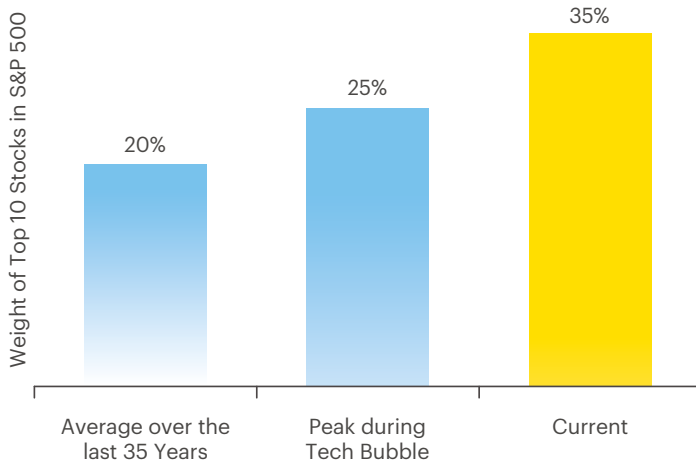
Concentratierisico gaat dus over rendementscontributie: een combinatie van rendement en gewicht in de index. Hierdoor wordt het een kip en het ei verhaal. Een aandeel dat meer rendement oplevert t.o.v. anderen zal zijn gewicht in de index zien stijgen. Dit waren logischerwijze dan ook de aandelen die je het liefst in portefeuille zou hebben gehad. Momenteel ligt het gewicht van de 10 grootste bedrijven in de S&P rond 35%, wat een stuk hoger is dan het historisch gemiddelde van 20%. We zijn dus geneigd om te denken dat het gewicht van de top 10 wat moet afnemen, de zogenaamde “reversion to the mean”.

Voor actieve beleggers zou dit dus wel een aandachtspunt moeten zijn. Zij zullen namelijk de keuze moeten maken om die enkele aandelen met het grootste gewicht en grootste rendementsbijdrage al dan niet te vervangen. Om de analogie met de kip en het ei helemaal rond te maken (pun intended), een kippenboer zal zich niet ontdoen van de kippen die de meeste eieren leggen. Verkoop je je winnaars of hou je deze net bij? Een keuze die wij doorgaans eenvoudig durven nemen; winnaars bijhouden en verliezers verkopen. Toch liggen de kaarten vandaag iets moeilijker.

Wie passief de gehele markt volgt zal gedeeltelijk hebben geprofiteerd van de toename in concentratie voor de top 10, en zal gedeeltelijk profiteren wanneer de andere aandelen aan belang winnen, zoals in het verleden het geval is geweest. Het effent zich -statistisch gezien- uit.

Grafiek 5: Concentratierisico in de S&P 500

Bron: S&P, Bloomberg & Goldman Sachs Multi Asset Solutions 08/05/2024



Grafiek 5 toont verder nog dat het concentratierisico tijdens de dot-com bubbel lager lag dan dat van eind 2023. De enige gelijkenis die wij zien is dat ook toen de top 10 voornamelijk bestond uit technologie- en internetbedrijven. Daar stopt voor ons de vergelijking. Tijdens het uiteenspatten van de dot-com bubbel nam het concentratierisico fel af, omdat die technologiebedrijven gevoelig lager gewaardeerd werden. Dat is vandaag heel anders, de grote bijdragers zijn vandaag winstgevendende kwaliteitsbedrijven met veel cash op de balans, weinig schuld, bovengemiddeld stijgende omzet en hogere marges.

De goede start van de beurzen in 2024 is dan weer het gevolg van de verwachte rente- evolutie: de markten nemen al een voorsprong op de realiteit van verwachte rentedalingen.

RISICOPREMIE

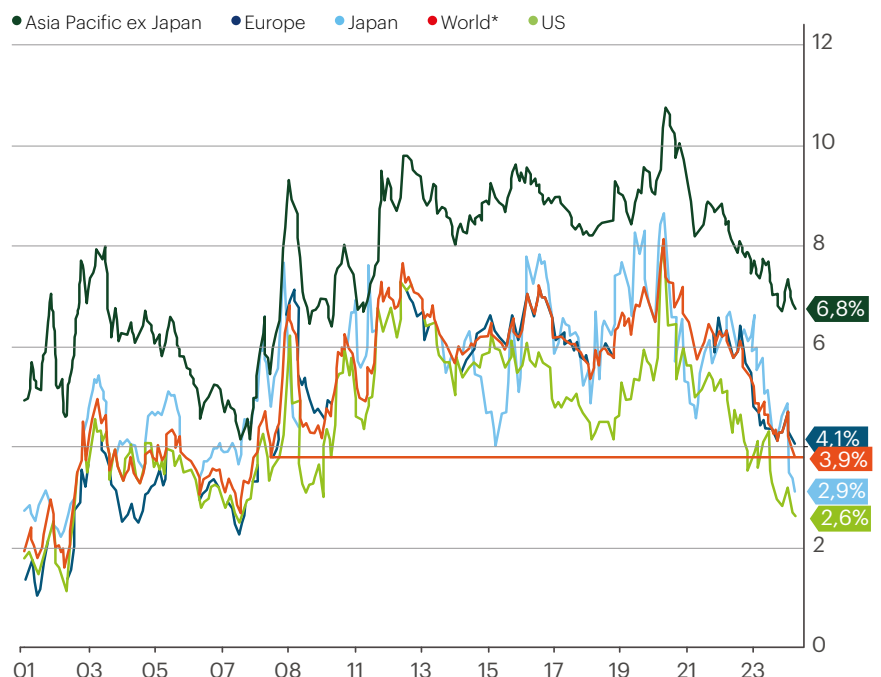
Naast de verbetering van de macrocijfers, blijft er één uitermate belangrijke onbekende, nl. de risicopremie waarvoor beleggers dienen te worden vergoed. Wie meer risico neemt, verwacht daarvoor meer vergoed te worden. Voor een financieel instrument vertaalt dit zich in een lagere koers of een hogere vergoeding. Wie meer risico aangaat, heeft meer onzekerheid omtrent de toekomst, en zal dus een 'margin of safety' willen inbouwen door vandaag minder voor die belegging te willen betalen.

De globale risicopremie kan je vanuit de marktgegevens berekenen. Deze wordt niet

bepaald door een centrale bank of een andere financiële instelling. Grafiek 6 toont dat de risicopremie zowat overal ter wereld is afgenomen en historisch gezien zelfs laag ligt. Dat kan je verklaren vanuit economisch optimisme en de verwachting omtrent de evolutie van de beleidsrentes. Wanneer inflatie beknot zou raken tot een niveau van +/- 2%, zal de beleidsrente ook terug verlaagd kunnen worden, wat een stimulus betekent voor verdere economische groei en de waardering van financiële activa. De markt gaat hier momenteel volop van uit.

Grafiek 6: Globale aandelenrisicopremie (%)

Bron: Goldman Sachs Global Investment Research

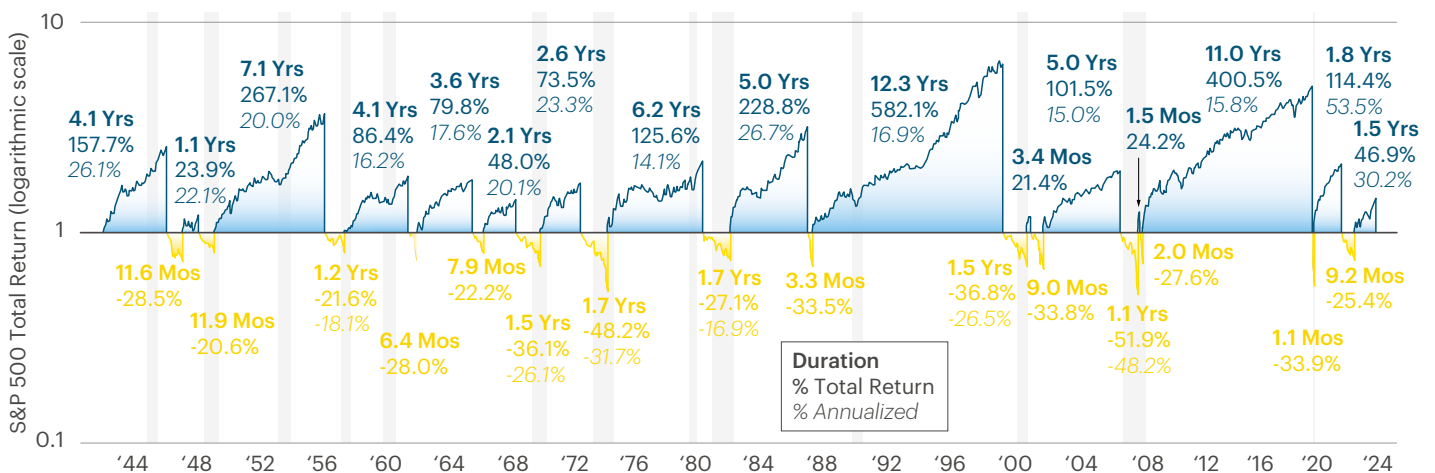


* Implied ERP's are calculated by each regional strategy team. While specific assumptions differ between regions, all are calculated using similar frameworks.

Grafiek 7: Economische cycli

Bron: First Trust Advisors, Bloomberg

● Recession ● Bull Market ● Bear Market



Aan het einde van een stijgende cyclus geraakt de economie oververhit, stijgt de inflatie naar een te hoog niveau en is afkoeling noodzakelijk.

ECONOMISCHE CYCLI

De beurs stijgt of daalt continu, dit doet ze typisch over een samenhangende periode, ofwel een cyclus. Grafiek 7 toont deze cycli voor de Amerikaanse beurs sinds 1942, waarbij enkele zaken opvallen.

Ten eerste zie je dat de stijgende blauwe blokken, “bull markets”, een stuk breder en hoger zijn dan de dalende gele, “bear markets”. Periodes van structurele stijging duren gemiddeld 4.2 jaar met een bijhorend gemiddeld totaalrendement van 148.9%. Op het einde van zo’n periode krijg je steeds een dalende beurs die in het verleden vaker wel dan niet gepaard ging met een recessie – eerder uitzonderlijk dat in 2022 geen recessie plaats vond. Merk ook op dat de C19-crisis die de wereld deed stilvallen in de eerste jaarhelft van 2020 slechts een heel beperkt effect op de beurzen heeft gehad op jaarbasis.

Gemiddeld duren die berenmarkten 11.1 maanden met een verlies van -31.7%. Dat de beurs structureel stijgend is wist u vast wel, maar nu weet u dus ook dat de stijgingen langere periodes bestrijken dan de dalingen.

Een tweede vaststelling betreft de intensiteit van de dalingen. Aan het einde van een stijgende cyclus geraakt de economie oververhit, stijgt de inflatie naar een te hoog niveau en is afkoeling noodzakelijk. Maar die dalingen zijn minder

heftig dan de stijgingen: daarom is het ook steevast ons advies om deze slechte periodes op de beurs gewoon uit te zien. Permanent verlies van kapitaal dien je te vermijden.

Ten derde zien we dat periodes van stijging zich langer doorzetten dan vroeger, waardoor “bear markets” minder frequent voorkomen en ook minder lang duren. Er wordt efficiënter mee omgegaan of er wordt beter op geanticipeerd. Hierdoor lijkt het gecumuleerd verlies tijdens zo’n periode wel groter te zijn geworden.

WAARDERING

En ten laatste komen we bij het nooit oplosbare vraagstuk van waardering. Als een bedrijf of een economie goed presteert staan de beurskoersen hoog en heerst twijfel over de haalbaarheid van de stijgende trend naar de toekomst. Als een bedrijf of een economie slecht presteert staan de beurskoersen laag en heerst twijfel of het ooit nog wel goed komt. **In het eerste geval (“bull market”) is de waardering op de beurs te hoog omdat jouw verwachtingen lager liggen dan de beurs. In het tweede geval (“bear market”) is de waardering ook te hoog omdat jouw pessimistische verwachtingen hier ook nog lager liggen dan de beurs.** Zo was het, is het en zal het altijd zijn op de beurs: een aandelenbelegger dient permanent een muur van zorgen te beklimmen.

Het onoplosbare vraagstuk van waardering

Als een bedrijf of een economie goed presteert (“**bull market**”) is de waardering op de beurs te hoog omdat jouw verwachtingen lager liggen dan de beurs. Daarentegen, als een bedrijf of een economie slecht presteert (“**bear market**”) is de waardering ook te hoog omdat jouw pessimistische verwachtingen hier ook nog lager liggen dan de beurs.

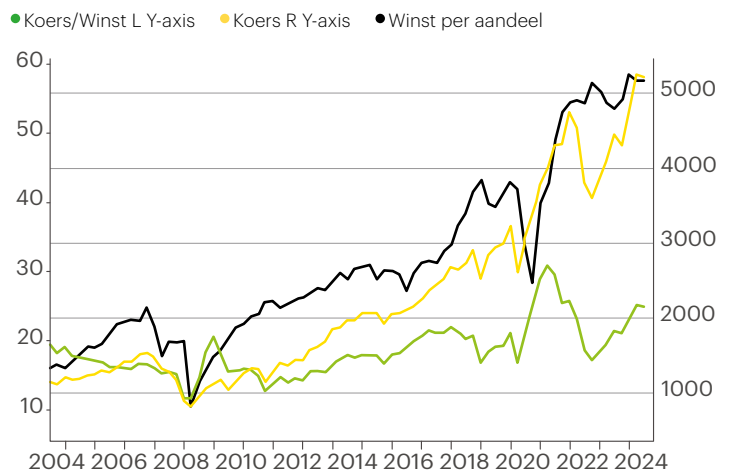
Grafieken 8 en 9 tonen de koers, winst per aandeel en de koerswinstverhouding voor respectievelijk de S&P 500 (VS) en de Euro Stoxx 50 (Europa) over de afgelopen 20 jaar. De verhouding tussen deze drie factoren is zeer simpel, de koers, bepaald door de markt, zou in principe de winst, gerealiseerd door het bedrijf, moeten volgen. Indien de verhouding hoger ligt vanwege bijvoorbeeld optimistische verwachtingen, kan je stellen dat de beurs relatief duur is. Dat betekent eveneens dat indien de koers één op één de winst per aandeel volgt, de beurs ten alle tijden als even duur kan worden beschouwd (of toch o.b.v. dit ene cijfer). Dat is uiteraard niet het geval, want er zit steeds een vertraging op of een oneindig verschil aan verwachtingen bij de marktparticipanten.

Uit al het bovenstaande, kunnen we concluderen dat de huidige verwachtingen positief zijn: de conjunctuur is positief, de inflatie neemt af zonder dat werkloosheid toeneemt, de winnaars hebben hun voorsprong vergroot, de risicopremie ligt weliswaar laag. We zouden dus wel eens voor een nieuwe seculaire groeiperiode kunnen staan. Vreemd genoeg is het des mensen om optimisme eerder als naïef te beschouwen en pessimisme als realistisch. De geschiedenis leert echter dat op economisch vlak de optimisten als winnaars mogen bestempeld – veruit zelfs.

Ook de beurzen bezien de situatie zo schijnbaar. Sinds eind 2022, heeft in beide regio's de koers de winst per aandeel terug bijgebeend. Het uitstekende beursjaar 2023 en eerste kwartaal in 2024, zijn dus niet meer geweest dan het herstel van een voordien scheefgetrokken verhouding (geel veel te diep onder zwart). •

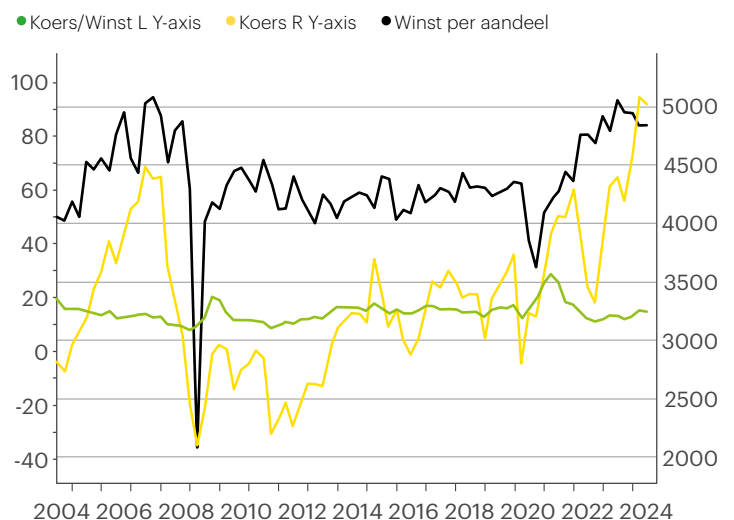
Grafiek 8: S&P - waardering

Bron: Bloomberg 09/04/2024



Grafiek 9: Eurostoxx 50 - waardering

Bron: Bloomberg 09/04/2024





SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereguleerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2024 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.