

De Belegger

19 juli 2022
www.belegger.be

ZOMERSPECIAL

Grafieken en data die tot nadenken stemmen
... en in een richtinggevend perspectief plaatsen



INHOUD

- ▶ 2 Huizenmarkt over de top 'Affordability' op een laag pitje
- ▶ 3 Piek in werkgelegenheid Laag consumentenvertrouwen
- ▶ 4 Quo vadis inflatie? Weinig indekkingsmogelijkheden
- ▶ 5 Overheidsschulden Oplopende rentespreads
- ▶ 6 Obligatiecrash Margedruk bedrijven
- ▶ 7 Beestenboel In de tweede helft van de berenmarkt
- ▶ 8 Afgesleden waarderingen te relativeren

In het vagevuur

In deze zomerspecial confronteren we u met grafieken die tot nadenken stemmen. Beleggers zitten nu in een fase van vagevuur: een periode van onzekerheid over de marsrichting. **Een hervatting van de haussetrend (hemel)? Of een voortzetting van de correctie (hel)?** Sommige beleggers zullen argumenteren dat we al een forse correctie achter de rug hebben en dat daarmee de timing om te kopen een pak gunstiger is geworden. Vanuit een langetermijnperspectief is dat zeker waar. En omdat de beurzen vooruitlopen op de economische realiteit, zit al slecht nieuws in de koersen verrekend.

De perpetuum mobile van hoog- en laagconjunctuur mag inderdaad niet afschrikken. Dat zit zelfs in de natuur ingebakken. Maar het **risico dat het eerst nog slechter moet vooraleer het opnieuw beter gaat**, blijft groot. De excessen (in beide richtingen) net voor de overgang naar een nieuw 'seizoen' kunnen soms bruto zijn. En daarmee een belegger uit zijn lood slaan. 'Goedkoop' kan in eerste instantie nog veel goedkoper worden, in functie van de samenloop van de omstandigheden. Die kunnen **zowel macro-economische als psychologische aspecten** bevatten. De grafiek over de psyche van de belegger doorheen een beurscyclus op pag. 7 is een klassieker. Hoewel subjectief en niet-kwantificeerbaar slaat ze nagels met koppen. De moraal kan op zich weer beïnvloed worden door factoren die niemand

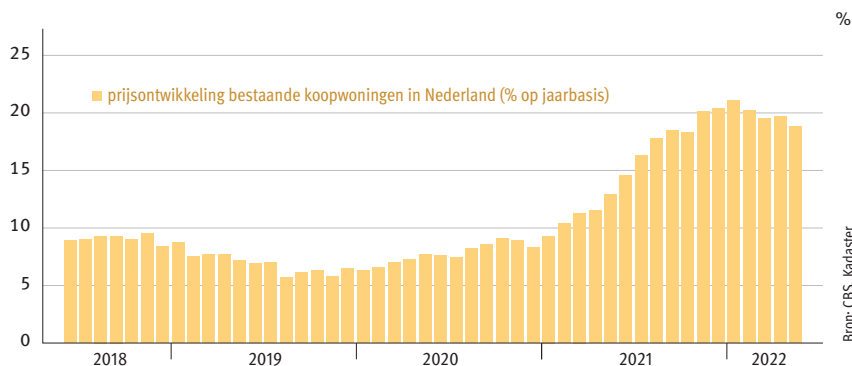
in de hand heeft. Dat het oorlogskonflikt in Oekraïne nog een hele tijd kan duren, daarmee heeft de markt zich verzoend. Maar een kat in het nauw kan wel eens héél rare, niet te voorspellen sprongen maken. Technische factoren zoals 'verplichte' of automatische verkopen door fondsen/algorithmes leiden om de zoveel tijd tot **uitzonderlijke situaties**. Een 'plaats' waar we nu (nog) niet zijn. Op het eerste gezicht kennen de grafieken op de volgende pagina's een overwegend pessimistische inslag. Maar ervan uitgaan dat het einde van de daling nog lang niet in zicht is, is ook pure speculatie. Het vagevuur van de aandelenbelegger, voedingsbron voor onzekerheid. Probeer het trendscharnier niet te timen, dat is pure speculatie. Houdt met alle scenario's rekening, dat ze kunnen gebeuren! En dat u er in elk scenario iets goed weet uit te halen. In tegenstelling tot het bijbelse vagevuur wordt een belegger niet definitief veroordeeld tot hemel of hel. Op de beurs is de trend op lange termijn weldegelijk positief. Dat geloof wordt tussentijds op de proef gesteld, **maar vroeg of laat worden de beurzen opnieuw naar dat stijgende langetermijngemiddelde gezogen**, 'regression to the mean' in het vakjargon. Nog meer Engels: don't waste a good crisis. Want achteraf blijkt steeds: hoe groter de crisis, hoe groter de geboden kansen. Zaak om psychologisch sterk te staan door de uitgezette strategie aan te houden.

Huizenmarkt verliest stoom

De huizenmarkt is naast de lage werkloosheidsgraad (zie pag. 3) de grote sterkhouder. Al kan men zich de vraag stellen hoe lang dit nog zal blijven duren. Zowel in de VS als in Europa swingen de vastgoedprijzen de pan uit. Op de grafiek leest u de prijsevolutie van de Nederlandse huizenmarkt af, met robuuste stijgingen van 5 à 10% op jaarbasis in de periode 2018-2020. Vanaf dan versnelt het tot zelfs een piek van meer dan 20% rond de recentste jaarwisseling. Hetzelfde beeld in de VS. Daar steeg de huizenprijsindex sinds januari 1991 met een jaarlijks relatief gematigde 4,5%. De stijging sinds 2012 loopt echter op tot gemiddeld 8%, met ook hier een versnelling hoger in de jongste jaren. **Een forse versnelling luidt wel vaker het einde van een trend in. Diverse knipperlichten (zie hieronder) staan op rood.**

De impact van eventueel dalende huizenprijzen mag niet onderschat worden. **De wereldwijde vastgoedmarkt is immers groter dan die van de aandelen- en obligatiemarkten**

Vastgoedmarkt over zijn top



samen. Dalende prijzen zouden voor onrust zorgen. Niet alleen bij de consument, ook bij diegenen die de schulden bezitten gelinkt aan dit vastgoed. Betreft het hypothecaire schulden met een variabele rente, dan dreigt het risico op toenemende wanbetalingen.

Dit hoeft niet noodzakelijk een voorbode te zijn van een herhaling van de zogenaamde subprime-crisis in 2007 die wereldwijd tot de bankencrisis en vervolgens Grote Recessie in 2009 leidde. **Maar het dient wel in de gaten gehouden te worden.**

‘Affordability’ op een laag pitje

Aan investeringen in huizen/appartementen kleef bij de meeste mensen een positieve connotatie. Enkele kortstondige onderbrekingen uitgezonderd, gaat het al decennialang steevast hoger, met een rotsvast vertrouwen in vastgoed tot gevolg. Toch zijn er redenen om voorzichtig te zijn. De ‘betaalbaarheid’ bereikt immers zijn grenzen: voor steeds meer mensen wordt het moeilijker om een huis te kopen en dat zal niet snel veranderen. Drie factoren zijn belangrijk om zich een woning te kunnen veroorloven: de prijs van de woning, de rente en het (beschikbare) inkomen. En die beloven niet veel goeds.

➤ **Aanschafprijs:** zoals bovenstaande grafiek weergeeft, ging het de jongste jaren hard hoger met de woningprijzen. Zeker voor jonge mensen die zich een eerste woning willen aanschaffen, wordt het haast ondoenbaar.

➤ **Rente:** dankzij de dalende rente konden de mensen de voorbije decennia steeds

Housing affordability index VS



meer geld lenen voor dezelfde maandelijkse aflossing. Nu de hypotheekrentes opnieuw in de lift zitten, wordt die financiële armslag een heel stuk kleiner. Minder geld kan geleend en dus uitgegeven worden.

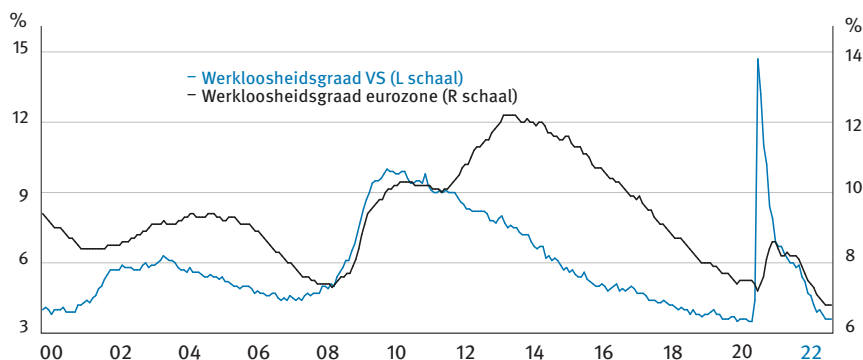
➤ **Inkomen:** het nominale inkomen houdt zich dankzij de lage werkloosheidsgraad goed, maar het reële inkomen wordt door de inflatie uitgehold. Minder mogelijkheden om te sparen en/of geld aan de aflossing van een lening te spenderen.

Piek in werkgelegenheid

Een andere (voorlopige) sterkhouder is de historisch lage werkloosheidsgraad. Belangrijk voor het vertrouwen van de consument, die door andere factoren al nerveus rondloopt (zie hieronder). **Mochten twijfels rijzen over het jobbehoud, dan zal dit een bijkomende bezwarende factor zijn voor de economische groei.**

Tot voor kort waren er nog nooit zoveel beschikbare jobs per werkzoekende. Een krappe arbeidsmarkt, waardoor werknemers hogere eisen konden stellen. En waardoor hogere loonkosten - los van eventuele automatische indexatie - op de winstmarges van bedrijven begonnen te wegen. Die bedrijven worden echter door een algemene kosteninflatie getroffen, terwijl ook de vraag dreigt te stokken. Bijgevolg zullen ondernemingen steeds meer naar **manieren zoeken om de kosten te drukken**. Een efficiëntere organisatie, die vaak gepaard gaat met herstructureringen en ontslagrondes, is dan niet zelden het medicijn.

Werkloosheidsgraad historisch laag, maar ...



Wellicht zal dat deze keer niet anders zijn. Zelfs succesvolle groei-bedrijven zoals Tesla en Novartis kondigden al ontslagen aan. We vrezen dat vanaf dit niveau de **werkloosheidsgraad opnieuw zal stijgen**, en dat daarmee een van de huidige sterke pijlers

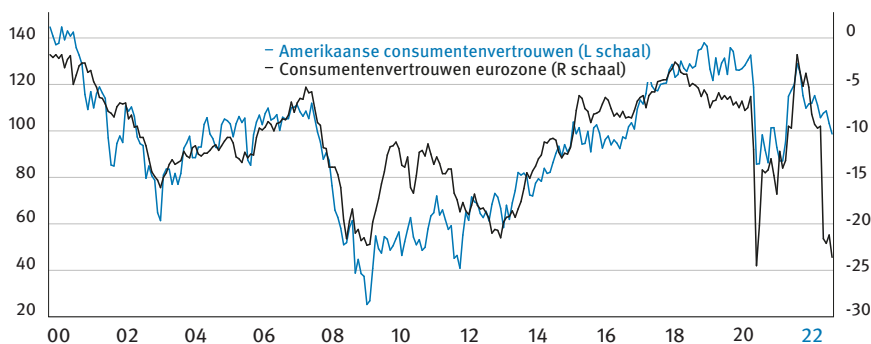
van de economie dreigt weg te vallen. We merken op dat ook tijdens de vorige (economische) cycli, meer bepaald rond de eeuwwisseling (technologiehype) en net voor de bankencrisis, de werkloosheid tot op een dieptepunt was teruggevallen.

Consumentenvertrouwen op een laag pitje

Ondanks de - voorlopig nog - hoge werkgelegenheid is het vertrouwen van de consument al een heel eind weggeden. De knaldrang - de goesting om na de coronaperiode van verplichte inactiviteit inzake consumptie te 'knallen' - is flink bekoeld. Aanvankelijk legde de consument met plezier hogere prijzen neer: het mocht iets kosten, want je leeft maar één keer, toch? De inval van Rusland in Oekraïne brengt hem/haar steeds meer op andere gedachten. De realiteit is immers dat plots een relatief groot deel van het inkomen aan gas, elektriciteit, benzine/diesel, ... moet besteed worden. Ook de prijzen voor die andere basisbehoefte, voedsel, swingen hoe langer hoe meer de pan uit.

Net zoals de bedrijven **zoekt Jan Modaal manieren om te beknibben op de kosten**. Die zal zijn geld niet langer laten rollen, maar in een defensieve reflex welgerichte keuzes maken. De inflatie maakt 'm armer, niet alleen inzake de koopkracht van het

Consument verliest vertrouwen



gezinsinkomen, maar ook van het opgebouwde, gespaarde kapitaal. Een verarming die al heel veel jaren aan de gang is (want de rentevergoeding bleef al die tijd al lager dan de inflatie), maar nu pas heel zichtbaar wordt. Niet verwonderlijk dat

zowel politici als monetaire bewindslui van **inflatiebestrijding de prioriteit** maken. Dat is immers belangrijk om het vertrouwen te herstellen. Zo niet, is er een **risico op een vicieuze cirkel**, waarbij de ene negatieve factor de andere versterkt.

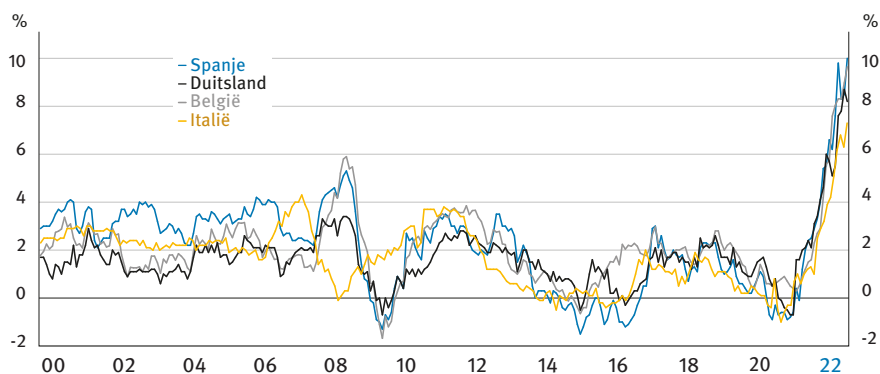
Quo vadis inflatie?

De inflatie scheert hoge toppen. De bestrijding ervan gebeurt op het vlak van de centrale bankiers met renteverhogingen, en de economische groeivertraging (wij gaan zelfs uit van een recessie) heeft gezien de zwakke vraag ook al een drukkende werking. Dat is al zichtbaar in **gecorrigeerde prijzen van cyclische grondstoffen** zoals koper. Het is nu afwachten wanneer de piekinflatie bereikt zal zijn, en wanneer die opnieuw naar lagere regionen afzakt. Dat zal op een gegeven moment ongetwijfeld gebeuren. Staat de olieprijs binnen 8 maanden nog op het huidige hoge niveau, dan zal er op jaarbasis zelfs geen sprake meer zijn van een prijsstijging, met een helende invloed op de inflatie. **Toch zien we de inflatie niet heel snel wegsmelten.** Diverse voedingsproducenten vechten met supermarkten om hun hogere kosten te kunnen doorrekenen. Lege schappen waar anders merkproducten liggen, tonen aan dat dit slechts mondjesmaat gebeurt. **Uitgestelde**

inflatie zal - met vertraging - de winkelkar nog duurder maken. Bedrijven zullen hun kosten overigens nog flink zien toenemen. Werknemers eisen immers hogere lonen om hun koopkracht te beschermen. En in ons land gebeurt dat automatisch begin 2023

(vooral in de privé-sector). Fors hogere kosten die doorgerekend moeten worden, en andermaal de prijzen hoger jaagt. **De excessen zullen op een gegeven moment milderden, maar een verhoogde inflatie zal voor enige tijd het nieuwe normaal zijn.**

Inflatiekoorts



Weinig indekkingsmogelijkheden

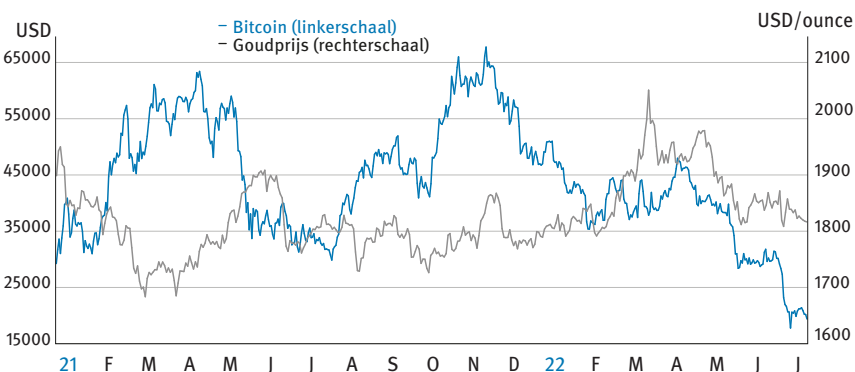
Inflatie is behalve een uitholling van de koopkracht van het inkomen ook een soort van **universele vermogensbelasting**. Iedereen dient het te ondergaan. Veel bescherming daartegen is er niet. De voorbije jaren argumenteerden adepten van altcoins dat hun digitale 'munten' een goede dekking bieden. Er worden geen bitcoins bijgedrukt, zoals dat wel veelvuldig gebeurt door centrale banken voor 'fiat geld', zo luidde de redenering. Het zijn echter speculatieve crypto's zoals bitcoins die de voorbije jaren een forse stijging (hyperinflatie) kenden, net dankzij dat ultrasoepele monetaire beleid. Maar nu die door de inflatie op de rem gaan staan, droogt die liquiditeit op. En dus ook de geldstromen richting bitcoin. **Geen goede dekking dus**, integendeel.

Goud wordt al van oudsher kwaliteiten toegedicht om zich tegen inflatie te beschermen. Dat bleek in het verleden zeker niet altijd het geval. **Groot verschil met de crypto's is dat goud de voorbije jaren niet 'hot'**

was, en nog altijd niet is. Dat neemt niet weg dat goud - althans uitgedrukt in euro - dit jaar een van de weinige activa is die een positieve return kan voorleggen. Vroeg of laat wordt goud opnieuw herontdekt. De goudmarkt is best groot, maar omdat veel in vaste

handen zit (landen), is de free float een pak minder groot. **En kunnen nieuwe geldstromen naar het edelmetaal voor forse koersstijgingen zorgen.** Voor een gepast (klein) gewicht mogen - nu het nog niet hot is - posities in goud genomen worden.

Bitcoin en goud geen vluchthavens

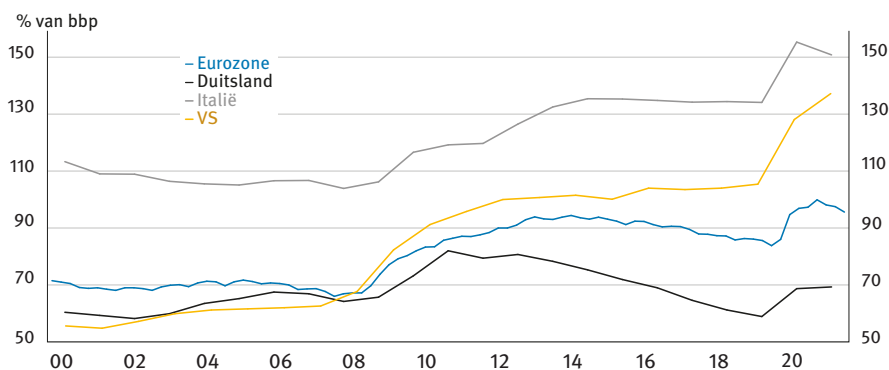


Terug van nooit weggeweest

De bankencrisis in 2008 en de Grote Recessie in 2009 kostten de overheden handenvol geld. De schulden stegen, uitmondend in Europa in een eurocrisis (2011). Een Grexit kon slechts nipt vermeden worden, met dank aan 'whatever it takes' van de toenmalige ECB-voorzitter. Sindsdien zijn de schulden - met uitzondering van enkele budgetwaakzame landen als Duitsland - alleen maar toegenomen. De coronacrisis en nu de oorlog in Oekraïne waren het perfecte excuus om critici de mond te snoeren. **Het waanidee dat schulden er niet toe doen, krijgen de overheden vroeg of laat als een boemerang terug in hun gezicht** (zie ook grafiek hieronder). Hoe laag de rente ook is, schulden moeten nu eenmaal terugbetaald worden. Bovendien zitten die rentes - jarenlang gemanipuleerd - nu wellicht voor een langere periode in de lift.

Het ziet er niet naar uit dat die schulden snel zullen afnemen. Overheden ondersteunen het morrende volk met o.a. lagere taken op

Evolutie overheidsschulden



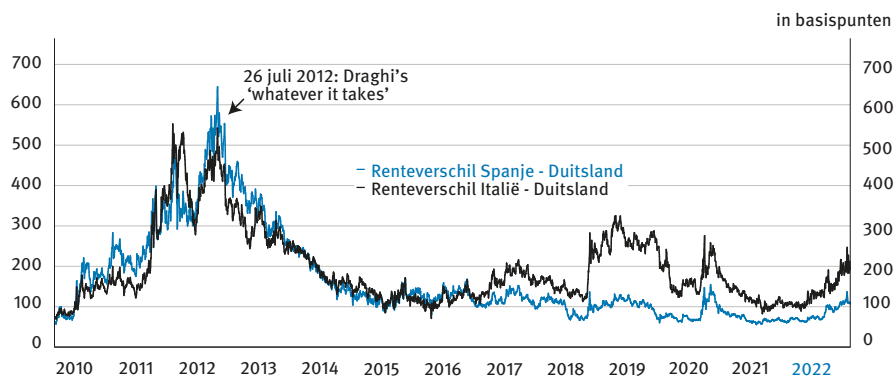
energie (= minder inkomsten). Door de verouderende bevolking loopt de pensioenfactor op, terwijl ook initiatieven zoals de Green Deal handenvol geld kosten. En dan hebben we het nog niet over de miljarden die besteed moeten worden om niet langer

energie-afhankelijk van Rusland te zijn. Ook overheden zullen de komende jaren merken dat geld een prijs heeft (rente), die de kosten verder laat oplopen. Overheidsschulden zijn overigens van... de mensen zelf! Dat wil zeggen: toekomstige belastingen...

Oplopende rentespreads

De 'whatever it takes' van Draghi haalde in 2012 de stoom van de ketel. Een aantal 'Club Med'-landen, met inbegrip van Ierland PIIGS genoemd (Portugal, Ierland, Italië, Griekenland en Spanje), lagen immers onder vuur van speculanten die op een implosie van de eurozone mikten. Maar door een daadkrachtige Europese Centrale Bank werd de schuldencrisis bezworen. De schulden van de meeste van deze landen (Ierland heeft zijn huishouden veel beter op orde) zijn inmiddels nog fors toegenomen. Zij profiteerden de jongste jaren het meeste van de inkoopprogramma's van obligaties door de ECB. **Logisch dat zij de keerzijde van de medaille voelen als huidige topvrouw Christine Lagarde de gas van het inkooppedaal haalt.** De rentever verschillen met Duitsland liepen de voorbije maanden al fors op, al zijn we nog ver verwijderd van de records dik tien jaar geleden. Lagarde beseft dat zij hiervoor aandacht zal moeten blijven hebben. Elke procent meer rente op

Oplopende rentespreads in Europa



een gigantische berg schuld heeft een fors hogere overheidsuitgave tot gevolg, een onhoudbare situatie en **een bron van toekomstige volatiliteit op de financiële markten.** Nieuwe manipulaties kunnen dit maar tijdelijk verhelpen. De uitgifte van

echte euroobligaties, waarbij schulden worden uitgegeven waarvoor elk land medeverantwoordelijkheid draagt, kan soelaas brengen. Maar het is lang niet evident dat spaarzame Duitsers dit voor de minder zuinige lidstaten willen opbrengen.

Obligatiecrash

Oude(re) beursrotten zullen zich nog 1994 herinneren. In dat jaar stond de financiële pers bol van berichten over de obligatiecrash. Per saldo waren de verliezen klein bier vergeleken met wat de obligatiemarkten in het eerste halfjaar van 2022 overkwam. Bestaande obligaties kalfden af, waardoor de langetermijnrente snel de hoogte in ging.

Belangrijk: het is de **nominale rente** die de hoogte inging, aangevuurd door een escalerende inflatie. De reële rente - nominale rente minus inflatie - bereikte in de loop van het jaar zelfs nieuwe dieptepunten. Dus van een 'echte' stijging, waarbij het loont om te sparen, is geen sprake, integendeel.

Welke richting gaat het vanaf nu uit? Verschillende factoren spelen. In principe is rente een **vergoeding/compensatie voor de verwachte inflatie**. Als die inflatieverwachtingen milderder - al dan niet ingegeven door een economische recessie - dan kan ook die rente weer lager. Blijkt de inflatie op een

structureel hoger niveau aanbeland, dan zal dat eveneens voor de langetermijnrente het geval zijn. Ook de **centrale bankiers** spelen een cruciale rol. Gaan zij verder met het plan om hun obese balansen af te bouwen, dan zullen ze nog voor omvangrijke bedragen obligaties verkopen. En dus voor lagere obligatiekoersen annex hogere rentes zorgen, de omgekeerde beweging van pakweg het voorbije decennium. De rente werd de voorbije jaren alleszins zwaar gemanipuleerd, naar beneden toe.

Na de wel heel forse rentestijging is het niet onlogisch dat de rente tussentijds weer wat afzwakt. Maar het zou een voorbarige conclusie zijn dat - zeker na 30 jaar van daling - de stijging daarmee achter de rug is. Voor de beurzen is dat niet altijd goed nieuws, maar **elk nadeel heeft zijn voordeel**. Gratis geld beperkte de nood aan aandelenkapitaal: minder IPO's, meer private equity-spelers die met schulden het mooie weer maakten. Dat kan weer veranderen.

BLOOMBERG US AGGREGATE

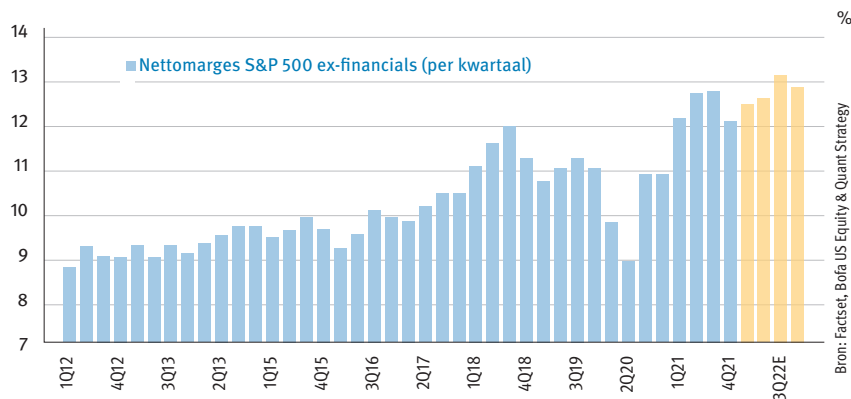
jaar	return	2000	+11,6%
1977	+3,0%	2001	+8,4%
1978	+1,4%	2002	+10,3%
1979	+1,9%	2003	+4,1%
1980	+2,7%	2004	+4,3%
1981	+6,2%	2005	+2,4%
1982	+32,6%	2006	+4,3%
1983	+8,4%	2007	+7,0%
1984	+15,1%	2008	+5,2%
1985	+22,1%	2009	+5,9%
1986	+15,3%	2010	+6,5%
1987	+2,8%	2011	+7,8%
1988	+7,9%	2012	+4,2%
1989	+14,5%	2013	-2,0%
1990	+9,0%	2014	+6,0%
1991	+16,0%	2015	+0,6%
1992	+7,4%	2016	+8,7%
1993	+9,7%	2017	+3,5%
1994	-2,9%	2018	+0,0%
1995	+18,5%	2019	+8,7%
1996	+3,6%	2020	+7,5%
1997	+9,7%	2021	-1,5%
1998	+8,7%	2022 YTD	-9,8%
1999	-0,8%		

Margedruk

Nu gratis geld de lucht uit tal van groei-aandelen haalde, is de **focus opnieuw verschoven naar de cashflows en winsten** die bedrijven in de eerstvolgende kwartalen en jaren kunnen genereren. Omdat beleggers nogal eens de slechte gewoonte hebben om de **trends uit het verleden naar de toekomst te extrapoleren**, zijn de **winstverwachtingen mogelijk nog te optimistisch**. De winstmarges zitten al jaren - met een korte onderbreking in coronajaar 2020 - in de lift (evolutie voor de S&P500-bedrijven in de grafiek). Bij een stijgende omzet gaf dat een hefboom voor de winstevolutie, met uiteraard een stevige rugwind voor de betrokken aandelenkoersen.

Gezien de gestegen kosten voor tal van grondstoffen, verpakking en vervoer komen die **winstmarges onder druk** te staan. Ondernemingen met relatief veel personeel hebben nog eens extra te lijden onder fors hogere loonkosten. En vaak over het hoofd gezien: ook de prijs van geld

Analisten houden nog altijd rekening met recordmarges



Bron: Factset, BofA US Equity & Quant Strategy

(rente) werd duurder en bezwaart bijkomend de totale kostenfactuur. Neerwaartse bijstellingen kunnen een grote koersimpact hebben. Uiteraard moet een belegger voor elk van zijn/haar bedrijven inschatten in welke mate dit al in de beurskoers verre-

kend zit. Maar in het algemeen mag gesteld dat de verwachtingen per saldo nog te optimistisch zijn. Het gevaar (of kans voor wie op koopjes jaagt) is dat ook die negatieve trend weer in de andere richting geëxtrapoleerd zal worden.

Beestenboel

Berenmarkten worden gedefinieerd als een daling van minstens 20% tegenover hun hoogtepunt. Heel vaak komen ze niet voor: voor de Amerikaanse beursindex S&P500 zijn we sinds de grote crash in 1929 aan nummer 23 bezig. Hoe ver die zal reiken, zowel in omvang als in duurtijd, valt nog te bekijken. Intussen zijn we ruim 6 maanden onderweg, maar dat is nog een eind onder het gemiddelde. De vorige berenmarkt, die van de coronacrisis, was zo snel voorbij dat er weinigen een negatieve connotatie aan vast kleven. **Het versterkte zelfs de 'buy the dip'-reflex**, die vervolgens voor een zelden geziene stierenmarkt zorgde. Sleept de huidige beursmalaise aan, dan dreigen we die sterke reflex cash te betalen. De nieuwe generatie beleggers riskeert ontmoedigd de beurs te verlaten. Een gevaar waardoor de beer langer en woester te keer kan gaan, vooraleer ie weer op winterslaap gaat. De **positieve keerzijde**: dat zal desgevallend uitzonderlijke koopkansen opleveren.

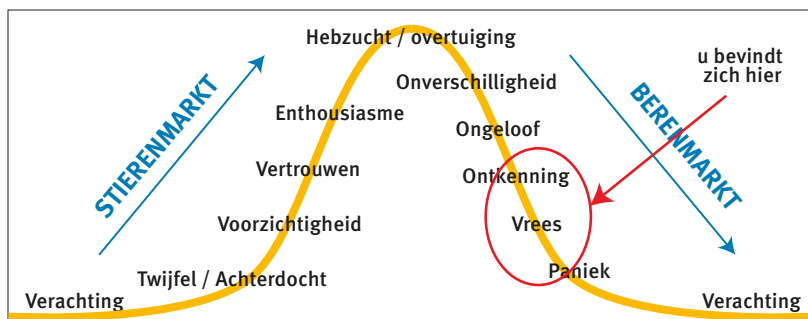
BERENMARKTEN (DALING MET 20% TEGENOVER PIEK) S&P VAN 1929 TOT NU

Periode berenmarkt	Lengte berenmarkt	Recessies	Lengte recessie (in maanden)	S&P start	S&P einde	% wijziging
01/2022 -	?	?	?	4819	3845	-20%
02/2020 - 03/2020	1	02/2020 - 05/2020	2	3394	2192	-35%
09/2018 - 12/2018	3			2941	2347	-20%
05/2011 - 10/2011	5			1371	1075	-22%
10/2007 - 03/2009	17	12/2007 - 06/2009	18	1576	667	-58%
03/2000 - 10/2002	31	03/2001 - 11/2001	8	1553	769	-51%
07/1998 - 10/1998	3			1191	923	-22%
07/1990 - 10 1990	3	06/1990 - 03/1991	8	370	295	-20%
08/1987 - 10/1987	2			338	216	-36%
11/1980 - 08/1982	22	07/1981 - 11/1982	16	142	102	-28%
09/1976 - 03/1978	18			109	86	-20%
01/1973 - 10/1974	21	11/1973 - 03/1975	16	122	61	-50%
12/1968 - 05/1970	17	12/1969 - 11/1970	11	109	69	-37%
02/1966 - 10/1966	8			95	72	-24%
12/961 - 06/1962	6			73	51	-29%
08/1956 - 10/1957	14	08/1957 - 04/1958	8	50	39	-21%
06/1948 - 06/1949	12	11/1948 - 10/1949	11	17	14	-21%
05/1946 - 05/1947	12			19	14	-28%
11/1938 - 05/1942	36			14	7	-46%
03/1937 - 03/1938	12	05/1937 - 06/1938	13	19	9	-54%
07/1933 - 03/1935	20			12	8	-34%
09/1932 - 02/1933	5	08/1929 - 03/1933	43	9	6	-41%
09/1929 - 06/1932	33	08/1929 - 03/1933	43	32	4	-86%
Gemiddelde alle periodes	14					-36%

In de tweede helft van de berenmarkt

Stieren- en berenmarkten kennen een typisch psychologisch, weerkend verloop. Dit is **niet kwantificeerbaar, maar wel herkenbaar**. De eerste correctie na een top in een cyclus wordt door beleggers doorgegaan als positief onthaald: een koopkans! Zelfs een verdere daling wordt nog als een 'buy the dip'-kans beschouwd. Als de beurzen dan nog verder dalen, wordt dat op ongeloof onthaald, wat bij sommigen alsnog kooporders ontlokt. Maar dan daalt het nog verder: 'dit kan toch niet!'. Toch wel, en de markten gaan verder onderuit... Beleggers beginnen schrik te krijgen, omdat ze het niet meer begrijpen. De angst slaat toe, te meer onheilsberichten **de brede media** halen. Daar worden 'goeroes' opgevoerd die nog véél erger voorspellen: 'het is nog maar pas gestart' en 'het financiële systeem staat op instorten door domino-effecten'. **Paniek die uitmondt in verachting** voor de beurs: vele mensen die niet meer durven te kijken naar hun effectenrekening,

Beleggerssentiment



uit angst geconfronteerd te worden met de bloedrode verliezen. Ruzies in huishoudens, omdat zoveel geld 'vergoekt' werd. Met de **dure belofte** dat dit hen nooit meer mag overkomen. Vele zwakke handen ook die de handdoek in de ring gooien en zelfs verko-

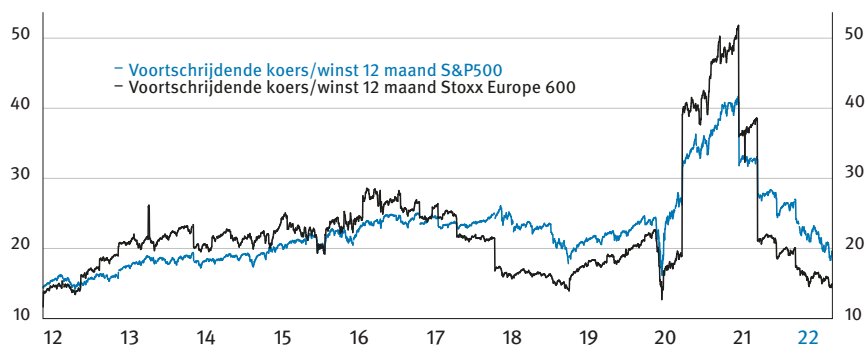
pen... Waarna de cyclus van de stierenmarkt weer kan aanvangen. Waar zitten we nu? Moeilijk te zeggen, maar we schatten **tussen ontkenning en paniek**. **Het goede nieuws**: we zitten alvast in de tweede helft van de berencyclus.

Afgegleden waarderingen te relativieren

De gemiddelde koers-winstverhouding van de S&P500-aandelen daalde tot een eind onder zowel het vijfjarige als het tienjarige gemiddelde. Daaruit kan niet klakkeloos besloten worden dat aandelen goedkoop zijn en dat het hoogtijd is om volop in aandelen te stappen. De Amerikaanse beurzen kenden al een stevige correctie, terwijl de (historische) winsten (voorlopig) nog goed op peil bleven. Dat verklaart een relatief lage k/w (winst op basis van de voorbije 12 maanden). Staat de Amerikaanse economie voor een recessie, dan kunnen de **bedrijfswinsten echter een pak lager uitvallen. In een recessie** van een gemiddelde omvang kan de gemiddelde winstdaling al snel tot 35% à 40% oplopen. En dan ogen de k/w's uiteraard al een pak minder aantrekkelijk, en komen ze opnieuw boven die gemiddelden uit. **Ook zonder een laagconjunctuur is het niet onlogisch dat de bedrijfswinsten onder druk komen te staan.** Hogere kosten voor grondstoffen en lonen zorgen voor kosteninflatie, terwijl de kooplust van de consument o.a. door de daling van de koopkracht flink bekoeld is. Overzeese winsten worden door de sterke dollar overigens ook al wat minder waard.

Er is bovendien ook de **psychologische factor** op de beurs. Stijgen de winsten, dan zijn beleggers al snel(ler) bereid om een hogere 'multiple' (k/w) te betalen. Men rekent er dan immers op dat de zaken in de gunstige zin evolueren en positief zullen verrassen. Andersom: als de winstgevend-

Waarderingen onder langjarige gemiddelden



heid onder druk komt te staan, heerst onzekerheid over de omvang ervan. Beleggers zijn dan geneigd om een veiligheidsmarge in te bouwen, en dus een lagere multiple te betalen. **Een multiple die desgevallend (ver) onder de gemiddelden kan dalen.** Hoe ver, dat kan uiteindelijk pas achteraf aangeduid worden. Maar ook bij deze redenering moet geconcludeerd worden dat optisch laag niet automatisch synoniem staat voor goedkoop.

Dezelfde redeneringen gaan op voor de Europese beurzen, met dat verschil dat deze laatsten nog goedkoper ogen in termen van k/w. Anderzijds is het **vrijwel een constante dat Wall Street relatief duurder is.** Dat heeft vooral te maken met de samenstelling. Op Wall Street noteren veel interessante technologiebedrijven die in

Europa hun gelijke niet kennen. Groeibedrijven die logischerwijze een hogere waardering kennen, mét impact op indexniveau. Vandaar dat de Amerikaanse beurzen - ongeacht het gegeven dat op korte termijn de koerstrend nog dalende is - interessant blijven als markt om te shoppen. Zonder dat de Europese parels verwaarloosd hoeven te worden...

Een en/en-verhaal dus. In de huidige **geopolitieke context** blijft de Amerikaanse markt relatief beter beschermd tegen een eventuele escalatie van de oorlog in Europa. Niet alleen zouden de Europese bedrijven hier commercieel meer last van hebben. Amerikaanse bedrijven genieten bovendien van een **betere zelfvoorziening in energie en grondstoffen.** Een snelle oplossing van het conflict zou dan weer meer geld naar Europese aandelen doen vloeien.

LEZERSADVIES

Adviestelefoon: 078/15 00 05

(elke woensdag van 9u tot 12u)

Hou uw abonneenummer bij de hand.

E-mail: lezersvragen@belegger.be

www.belegger.be

Jaargang 39, verschijnt wekelijks

ISSN0771-9582

Afgiftekantoor: Gent X

Erkenningsnr.: P002350

© De Belegger - correspondentieadres:
Havenlaan 86 C, B 309, 1000 Brussel

REDACTIE

Hoofdredacteur: Gert Bakelants (@GertBakelants)

Adjunct hoofdredacteurs: Frank De Mol

(@FrankDeMol1), Geert Smet (@GeertSmet1975)

Financiële analisten & vaste medewerkers:

Marc Brems (@MarcBrems), Youry Huygen,
Simon Renty, Kévin Jacobs.

Marketing: David Kronfeld, Chantal Janssens

Verantwoordelijke uitgever: Peter Quaghebeur,

p.a. Havenlaan 86 C, B 309, 1000 Brussel

ABONNEMENTEN EN INLICHTINGEN

De Belegger is enkel via abonnement te verkrijgen.

Voor onze abonnementsformules, raadpleeg de website belegger.be/abonnement

UW ONLINE ACCOUNT ACTIVEREN?

Ga naar belegger.be > klik op 'Aanmelden'
Geef uw E-mailadres en Wachtwoord in.

Nog nooit ingelogd of andere vragen over uw abonnement? Mail of bel ons.

Telefoon: 0800 55 150

(alle werkdagen van 8u tot 16u en elke zaterdag van 8u tot 12u)

E-mail: abo@belegger.be

© Mediafin NV, 2022, alle rechten voorbehouden. De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse.

"De Belegger" kan geenszins aansprakelijk worden gesteld voor gederfde winst of verlies n.a.v. de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze uitgave mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotocopie, microfilm of op welke andere wijze ook, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever. Onze Algemene Voorwaarden die voortkomen op de keerzijde van onze facturen zijn verkrijgbaar op het correspondentieadres.

De Belegger is een uitgave van mediafin