Een verloren decennium?

Beschrijving

Goldman Sachs publiceerde afgelopen week een rapport waarin staat dat het tijdperk van de grote beursrendementen voorbij zijn. De S&P 500 zal de komende tien jaar slechts 3 procent per jaar renderen (na 1 procent inflatiecorrectie), dat mag dan wel gezien worden als een verloren decennium. Het rapport (en met name de titel) is natuurlijk vooral bedoeld om de aandacht te trekken. Wall Street publiceert massaâ??s onderzoek en de meeste rapporten verdwijnen in het ronde archief zonder ook maar enige invloed op de markt te hebben. Als het uitkomt dan is het komende decennium Ã©Ã©n van de slechtste tienjaarsperiodes sinds de Grote Depressie van de jaren dertig.

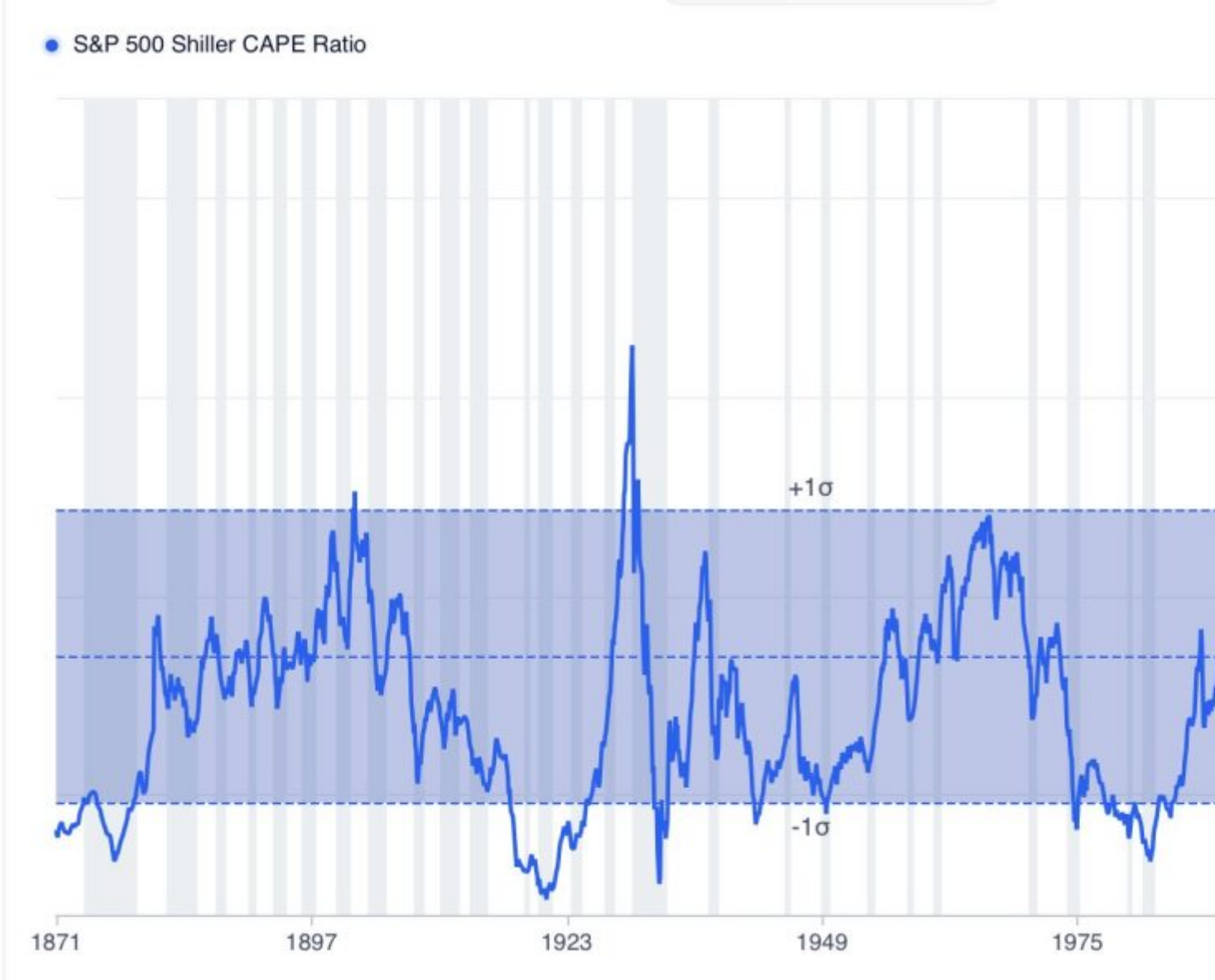
Exhibit 8 : US equity market concentration 1925-2024

Universe consists of US stocks with price, shares, and revenue data lis
or NASDAQ exchanges. Series prior to 1985 estimated based on data f
data library, sourced from CRSP, reflecting the market cap distributio

Source: Compustat, CRSP, Kenneth R. French, Goldman Sachs Global In

Geconcentreerde markt

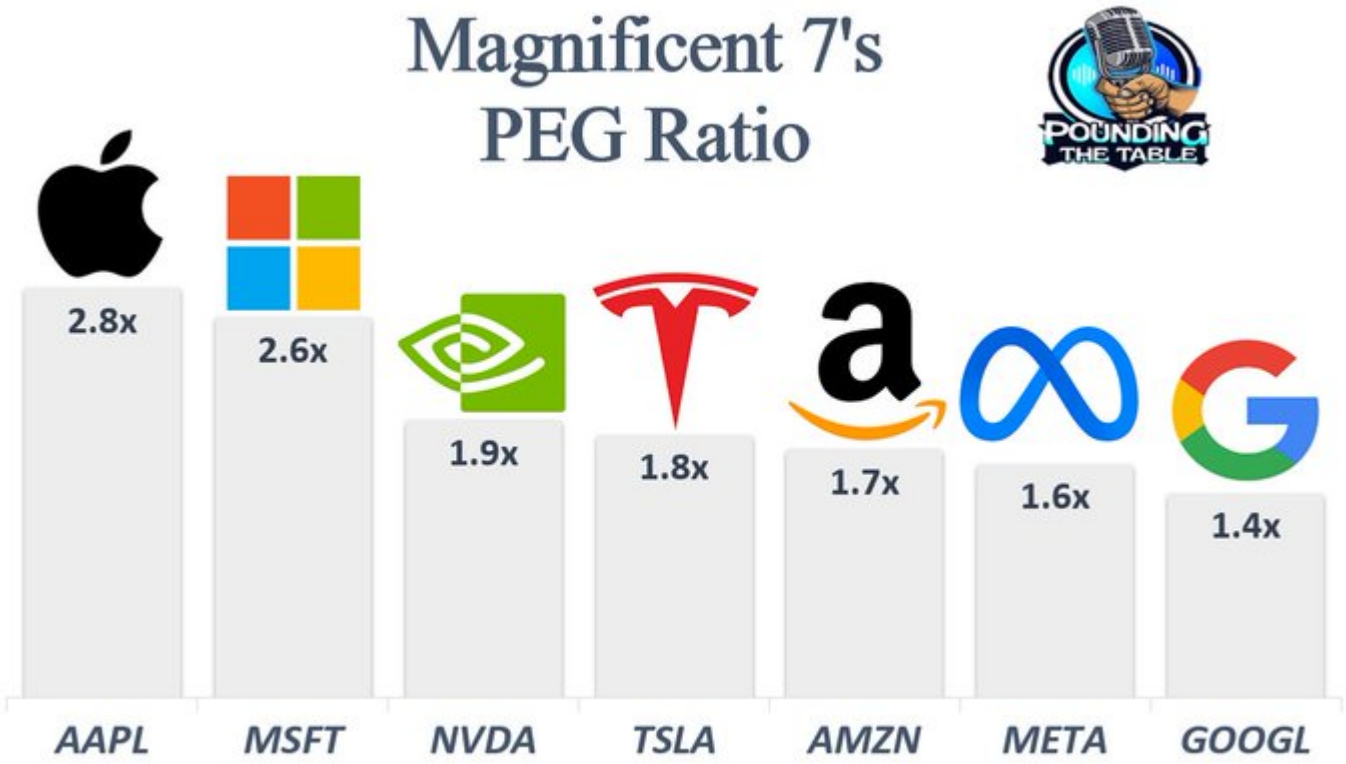
De kern van de vooruitzichten is de ongebruikelijke concentratie van de markt in een paar topaandelen, voornamelijk de Magnificent Seven. Volgens Goldman is de markt meer geconcentreerd dan in de afgelopen 100 jaar. Het is extreem moeilijk voor een zulke grote bedrijven om hoge niveaus van omzetgroei en winstmarges te handhaven over een langere periode. Goldman ziet die markt ook als overgewaardeerd op basis van de cyclisch gecorrigeerde koers-winstverhouding, die gebruik maakt van gemiddelde inflatiegecorrigeerde inkomsten over een periode van 10 jaar. Goldman wijst op de CAPE-ratio van de S&P 500 van 38, die volgens het bedrijf in het 97e percentiel ligt sinds 1930.



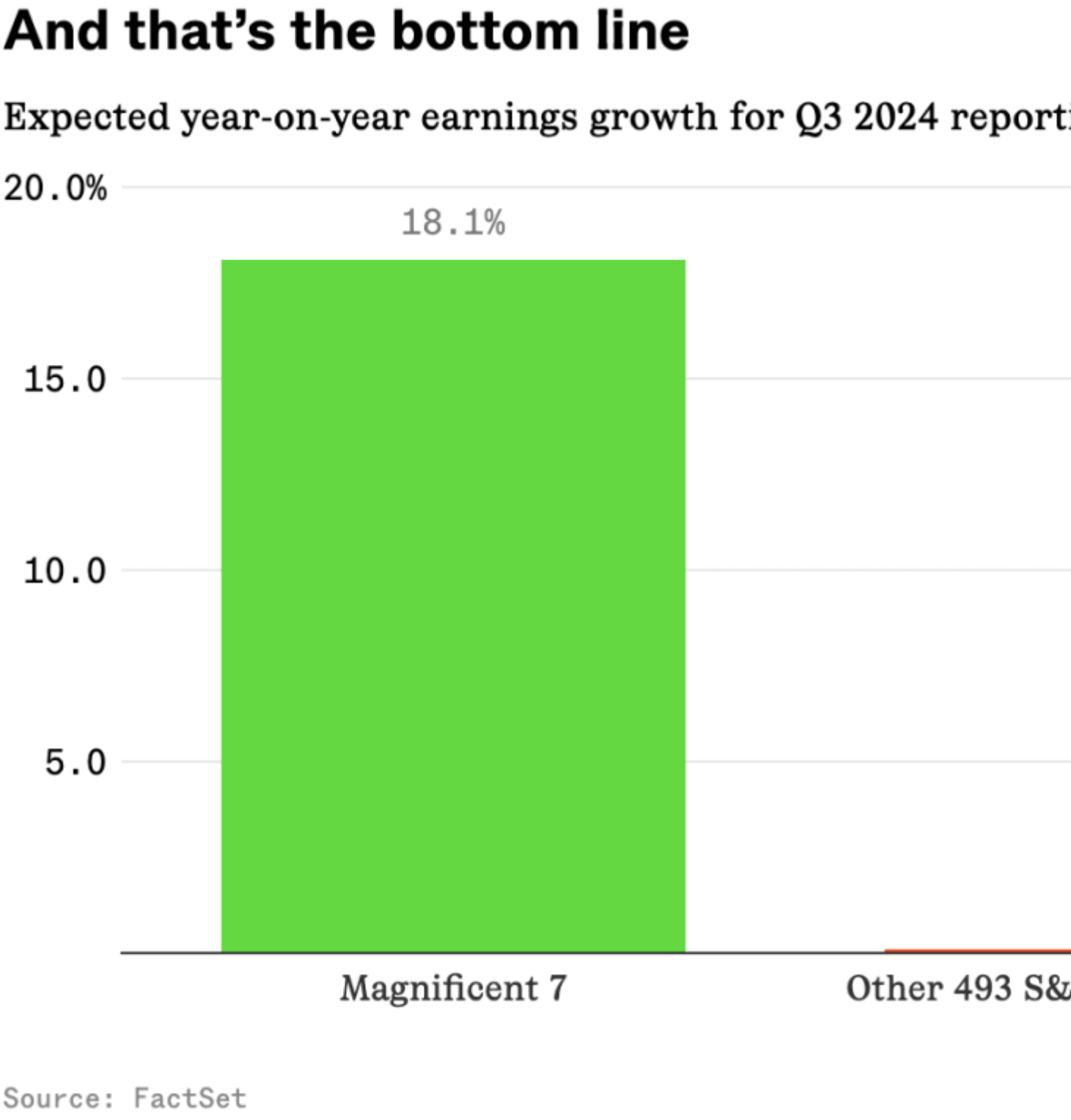
CAPE op records

Nu ligt de CAPE (een koers/winstverhouding gecorrigeerd voor de winstcyclus) veel hogere dan de huidige (gewone) koers/winstverhouding. Zo is de koerswinstverhouding van de S&P 500 op dit

moment ongeveer 21 keer. De Magnificent Seven staan gemiddeld op 28 keer de winst, wat gezien de spectaculair positieve omzet- en winstverrassingen nog niet eens zo hoog is. De S&P 493 (dus de S&P 500 minus de Magnificent Seven) staat op een schamele 17 keer de winst. Zelf als Goldman gelijk zo krijgen (voor het eerst) dan liggen de kansen qua waardering dus in de S&P 493)



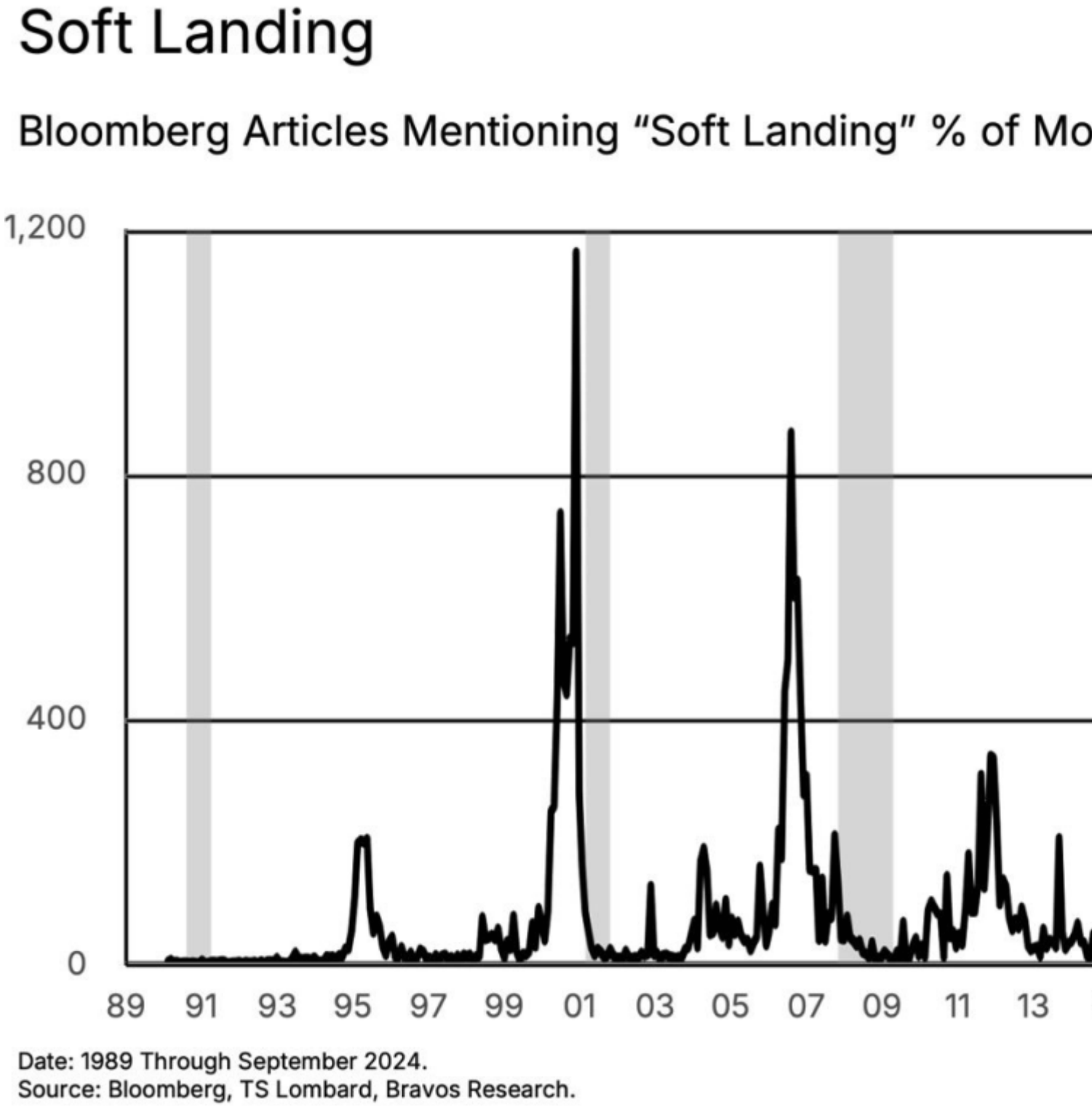
Twee sectoren (technologie en communicatiediensten, voorheen heette die sector Telecom) omvatten nu ongeveer 40 procent van de S&P 500, ongeveer gelijk waar ze waren op het hoogtepunt van de dotcombubbel. Goldman ziet mogelijk de enorme reikwijdte van technologie in de bredere economie over het hoofd. Tegenwoordig kunnen alle bedrijven worden gezien als technologiebedrijven. Technologie is niet alleen een sector op de aandelenmarkt, maar een steeds belangrijkere bron van hogere productiviteitsgroei, lagere inflatie van arbeidskosten per eenheid product en hogere winstmarges voor alle bedrijven. De hoge marges verklaren voor een belangrijk deel ook de hoogte van de CAPE-ratio. Overigens geef professor Shiller zelf aan dat de CAPE als maatstaf aan herziening toe is.



Waardering is niet geschikt voor timing

Het probleem met het wijzen op waardering is dat markt we langer overgewaardeerd kunnen blijven. Ook in de dotcombubbel wees Goldman al in 1998 op de hoge waardering en eind 1999 gingen de

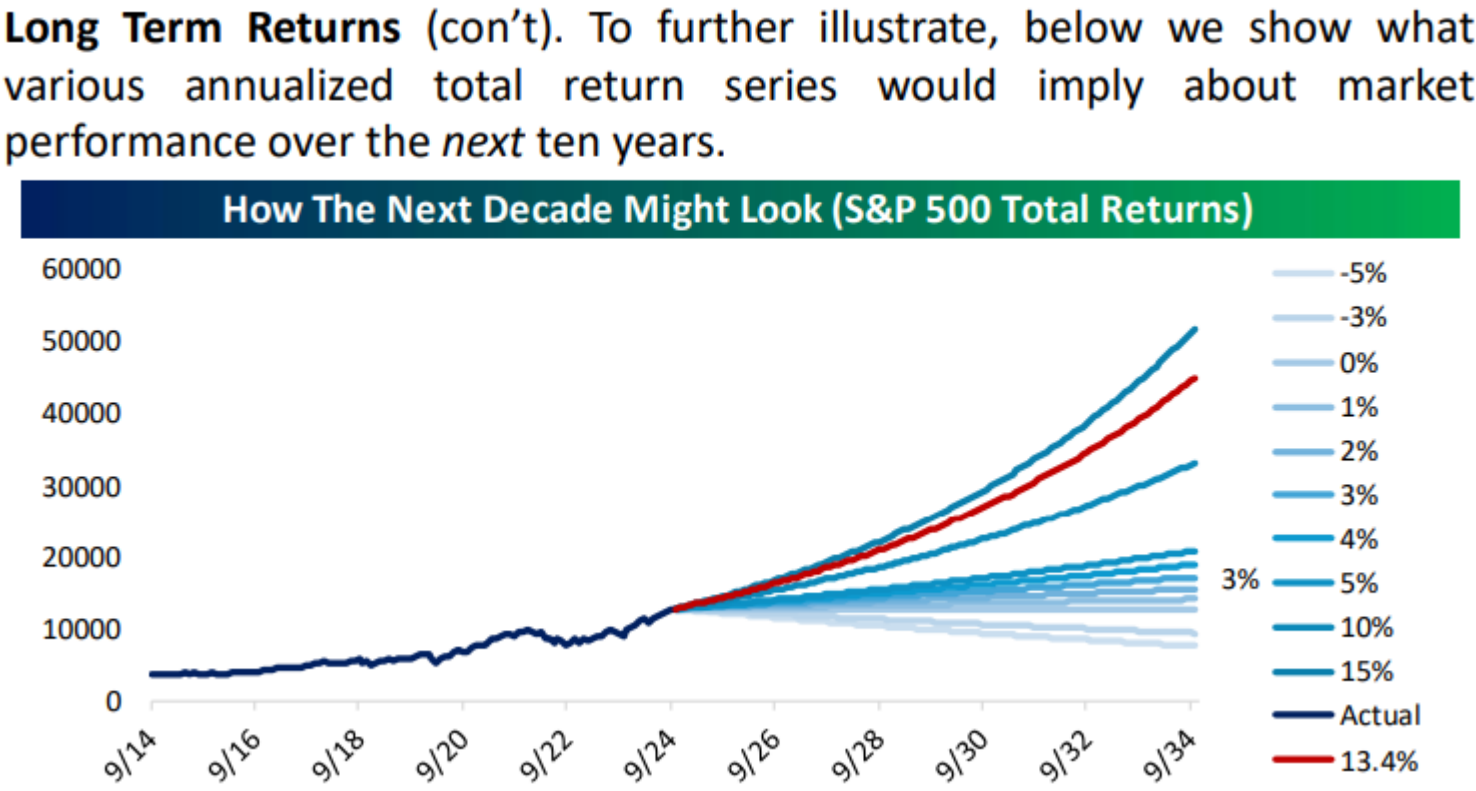
partners van Goldman zelfs massaal short, om nog geen twee maanden later uitgerookt te worden. Beroemd is dan ook de uitspraak van Keynes dat â??*Markets can remain irrational longer than you can remain solventâ??*. Toch is Ã©Ã©n van de aanbevelingen van Goldman interessant. Het is volgens Goldman beter om in een gelijk gewogen index te beleggen dan in de naar marktkapitalisatie gewogen index. In het geval van de S&P 500 zijn er dan ook verschillende ETFs die in de S&P 500 equal weight beleggen. Het voordeel van zoâ??n gelijk gewogen benadering op dit moment is dat dit meer de nadruk legt op cyclische sectoren, juist op een moment dat beleggers het recessie-scenario verlaten en meer oog krijgen voor cyclische aandelen. Dat terwijl veel van deze cyclische aandelen nog op recessie-niveaus zijn gewaardeerd.



Alternatief scenario

De huidige omgeving lijkt sterk op die van de jaren negentig en die van de jaren twintig. Die periodes werden in beide gevallen gevolgd door een lange periode met benedengemiddelde rendementen. Het grote verschil is wel dat de waardering nu veel lager ligt dan toen. Nu bestaat die waardering uit twee onderdelen, het absolute koersniveau en het winstniveau. Winstmarges zijn hoger dan ooit door

verschillende oorzaken die niet zo snel zullen verdwijnen. De marktmacht van de Magnificent Seven is zo groot dat het feitelijk monopolies of in ieder geval onderdeel van een oligopolie zijn geworden. De macht is zelfs zo groot dat Big Tech inmiddels machtiger is dan de president van de Verenigde Staten. Denk maar niet dat Trump of Harris hard tegen deze grote techgiganten in zullen gaan. Bovendien is waarschijnlijk het opsplitsen van deze tech-bedrijven in het kader van een sum-of-the-parts goed nieuws voor bestaande beleggers. Verder wordt er de komende jaren volop geÃ¯nvesteerd



Om op waarderingsniveaus van de top van de dotcombubbel of de Nifty Fifty te komen, moet de beurs â?? en dan met name de Magnficent Seven â?? eerst nog verdubbelen. En dat is nog een conservatieve schatting, want het grote verschil met de dotcombubbel en zelfs de Nifty Fifty is dat omzet en winst van deze grote bedrijven niet alleen snel groeien, maar ook een groeiend deel van de economie omvatten. Als de Amerikaanse- en wereldeconomie de komende tien jaar blijven groeien, zullen ook de winsten verder oplopen. Dankzij het deflatoire effect van kunstmatige intelligentie blijft de inflatie grotendeels onder controle, waarde de rente ook relatief laag kan blijven. Tot slot zijn alle ingrediÃ«nten voor een zeepbel wel aanwezig: een paradigmaverschuiving, een belofte in de verre toekomst, een verbreding van het marktthema waardoor meer beleggers in zoâ??n zeepbel kunnen investeren en een toenemende liquiditeit (Zie boek van Kindleberger: Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crises. De toenemende liquiditeit is met de eerste renteverlaging in de VS in gang gezet.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer