

MACRO

Hebben we het dieptepunt al bereikt van deze berenmarkt?

Tekst **Thomas Laermans**

De inflatie is een tijdelijk en vergankelijk fenomeen. We horen het de centrale bankiers enkele maanden geleden nog duidelijk verklaren. Ondertussen zitten we in een volledig nieuwe realiteit waarin het overduidelijk is dat de inflatieopstoot die we in het Westen meemaken, niet zomaar iets is van enkele weken. Het duurt vermoedelijk nog minstens enkele maanden en mogelijk zelfs nog langer om dit uit te zweten. De laatste prognoses in de rentemarkt gaan ervan uit dat de Amerikaanse centrale bank in de tweede helft van volgend jaar voorzichtig kan beginnen nadenken over een eerste nieuwe renteverlaging, na nog een hele resem verhogingen de komende maanden.

Een en ander laat zich voelen op de beurzen. Na een voorzichtig jaarbegin, zowel in de VS als Europa zagen we al snel dat heel wat indices onder druk begonnen te komen omwille van de olopemde inflatie, havikachtige retoriek van centrale bankiers en oorlogs- en energieperikelen.

Het negatieve nieuws culmineerde sinds april in wat men in beleggersjargon een 'berenmarkt' noemt. De correctie op de Amerikaanse S&P 500 t.o.v. het niveau begin dit jaar bedraagt op moment van redactie bijna 20% (in USD gemeenten). Veel beleggers werden deze zomer op het verkeerde been gezet toen men dacht dat de ergste inflatiepiek voorbij was en dit voor een stevige rally op de markten zorgde. Ondertussen is het opnieuw 'back to reality' met de laatste inflatiedata die suggereren dat de afkoeling van de inflatie niet zo snel verloopt als veel marktparticipanten hadden gehoopt.

Het is dan ook interessant om te bekijken hoe de beurzen in andere historische berenmarkten evolueerden. Uiteraard valt niet te zeggen hoe de toekomst zal verlopen, maar het kan wel een denkkader bieden om beter te beoordelen in welke fase we ons bevinden en wat er

mogelijk nog op ons af gaat komen.

Mark Twain merkte ooit op dat de geschiedenis zich niet herhaalt, maar dat ze wel vaak rijmt. Dit is zeker ook het geval bij berenmarkten. Hoewel ze erg verschillend zijn, zijn er ook heel wat gemeenschappelijke patronen die opduiken. In dit artikel bekijken we de 10 berenmarkten sinds 1955 om uit te zoeken wat ze gemeen hebben en wat dit ons eventueel kan vertellen over de komende maanden.¹

Een berenmarkt wordt meestal gedefinieerd als een daling van een belangrijke beursindex met 20% of meer vanaf een recent hoogtepunt. Een correctie is een daling van 10%.

WAT IS EEN BERENMARKT?

Er is geen standaard definitie van wanneer een berenmarkt eindigt. Sommige economen beweren dat dit gebeurt wanneer de markt zijn dieptepunt bereikt. Anderen zeggen dat dit het moment is wanneer de markt een aanhoudende rally begint. **Om het overzicht duidelijk te maken, definiëren wij het einde van een berenmarkt wanneer de markt zijn vorige hoogtepunt overschrijdt.**

¹ Veel van de gebruikte data werden aangeleverd door onderzoek van onze researchpartner 'MacroHive'.



Berenjacht - Carl Borromäus Andreas Ruthart



Nachtmerrie - Oorlog - Rik Wouters 1914

ZIT DE S&P 500 MOMENTEEL IN EEN BERENMARKT?

Toch wel. Vanaf de piek in januari 2022 tot het laagste punt midden juni verloor de S&P 500 ongeveer 23,5%. De S&P 500 kwam voor het eerst in een 'officiële' berenmarkt terecht op 13 juni 2022 en heeft sindsdien veel moeite om eruit te komen.

De moeder van alle berenmarkten is 'De Grote Depressie'. Deze begon in september 1929 en sleepte zich gedurende meer dan 25 jaar voort. Zij duurde tijdens de depressiejaren '30, de oorlogs- en naoorlogse jaren '40 tot '50 voordat zij uiteindelijk eindigde in september 1954.

Tijdens de eerste beurscrash in juli 1932 daalde de index met meer dan 85% en testte in 1935 en 1942 opnieuw datzelfde dieptepunt. De economie was in die jaren zeer volatiel. De industriële productie schommelde van jaar op jaar met dalingen van 40% tot stijgingen van meer dan 20%. Deze schommelingen waren groter dan op enig ander punt tijdens de naoorlogse jaren en heeft zeker op de aandelen gewogen. Deze

berenmarkt komt niet voor in de data van onderstaand overzicht. Dit komt deels omdat er onvoldoende gegevens beschikbaar zijn om die grondig te analyseren en deels omdat de aard ervan significant verschillend is van de andere berenmarkten die erop volgden.

Het is verleidelijk om te beweren dat de berenmarkt in het Depressietijdperk irrelevant is voor het begrijpen van latere perioden omdat het soort fouten dat deze situatie veroorzaakte, zich niet meer kunnen herhalen. Veel economen geloven wel dat de Smoot-Hawley Tariff Act van 1930 een van de belangrijkste elementen was die de Depressie destijds verergerde. Deze bepaling legde 'trade tariffs' op aan zo'n 20.000 goederen. Op zijn beurt zette deze beslissing echter een kettingreactie van wederkerige maatregelen van verschillende handelspartners in gang met desastreuze gevolgen.

Rijmt de geschiedenis ook dit keer? Een goede tachtig jaar later legde de Amerikaanse president Donald Trump unilateraal diverse tarieven op aan bepaalde handelspartners. Hij was ervan over-

tuigd dat "handelsonoorlogen goed zijn en gemakkelijk te winnen zijn" en dat ze de economische groei zouden aanwakken. Voorlopig is het ergste waar men bang voor was, niet gebeurd. Maar de echte conclusie is dat er niet veel nodig is om een dergelijk persoon ertoe aan te zetten een potentieel rampzalig beleid te voeren en zo de economie opnieuw te kunnen doen instorten, hetzij uit onwetendheid, hetzij uit wrok.

BERENMARKT - DE BASISPRINCIPES

Het 'moderne tijdperk' van de berenmarkten begon in 1956. Sindsdien zijn er zo'n tien gepasseerd, bovenop de berenmarkt waarin we ons nu bevinden. Gemiddeld gezien vonden ze ongeveer om de zeven jaar plaats en duurden ze ongeveer 39 maanden (tabel 1). Deze resultaten verhullen wel een aanzienlijke variatie tussen de berenmarkten onderling.

De tweede kolom in Tabel 1 geeft weer hoeveel maanden het duurt vooraleer de S&P 500 index vanaf z'n toppunt een daling van 20% (=berenmarkt) bereikt.

Tabel 1: Hoe lang duren historische berenmarkten gemiddeld?

Bron: Bloomberg, Macro Hive. 07/2022

Start	Aantal maanden:			Dieptepunt ifv lengte (%)
	Beren markt	Laagste punt	Einde berenmarkt	
Aug-56	14,6	14,6	26,7	55%
Dec-61	5,5	6,4	20,8	31%
Feb-66	6,6	7,9	14,8	53%
Feb-68	16,5	17,9	39,2	46%
Jan-73	10,5	20,7	90,3	23%
Nov-80	18,0	20,5	23,3	88%
Aug-87	1,8	1,8	23,1	8%
Mar-00	26,3	30,6	78,2	39%
Oct-07	11,2	17,0	66,1	26%
Feb-20	0,7	1,1	6,1	18%
Jan-22	5,3			
Gemiddelde	10,6	13,9	38,8	39%

De derde kolom geeft aan hoeveel maanden het duurde om het laagste punt te bereiken en de voorlaatste kolom zegt hoeveel maanden het duurde om een nieuw hoogtepunt te bereiken. Vier berenmarkten duurden minder dan twee jaar (1961, 1966, 1980, 1987), verscheidene andere hielden vijf jaar of langer aan (1973, 2000, 2007). Verschillende markten kenden correcties van 20-30% (1956, 1961, 1966, 1980), andere hadden correcties van bijna 50% (1973, 2000, 2007). Berenmarkten doen zich vaak voor tijdens of rond recessies, maar niet altijd. Uitzonderingen zijn 1961, 1966 en 1987 (zie grafiek 1).

PATRONEN

Er vallen toch bepaalde patronen op tussen de berenmarkten. **Een terugkerend patroon is dat berenmarkten meestal hun dieptepunt bereiken in de eerste helft van de totale duur van de berenmarkt** (dus gemeten als tijd om terug te keren naar het vorige hoogste punt van de markt).

Er waren twee uitzonderingen waarvan

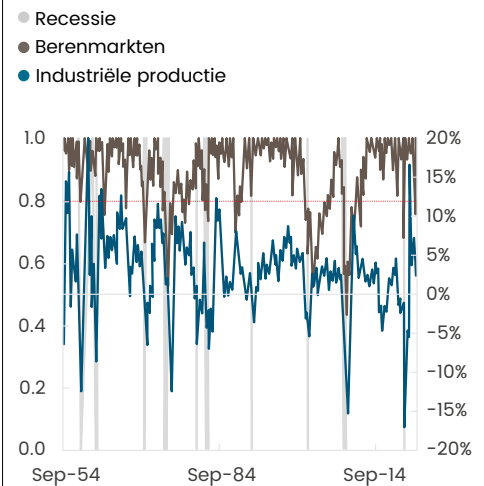
de eerste de berenmarkt van 1980. Het dieptepunt werd bereikt in augustus 1982 als reactie op de hoge inflatie en het buitengewoon krappe monetaire beleid. Dit beleid koelde ook de inflatie af, waardoor Salomon Brothers' econoom Henry Kaufman (ook bekend als Dr. Doom) voorspelde dat de rente spoedig zou gaan dalen. Dat veroorzaakte een enorme rally en maakte een paar maanden later een einde aan de berenmarkt. De andere uitzondering was in oktober 1987 toen aandelen in één dag meer dan 20% kelderden nadat een populaire hedging-strategie verkeerd uitpakte en golf na golf van verkopen uitlokte. In dat geval bereikte de S&P 500 een dieptepunt vroeg in de berenmarkt, na minder dan twee maanden in wat een twee jaar durende berenmarkt zou worden.

Over het algemeen hebben berenmarkten de neiging om geleidelijk te beginnen en dan aan momentum te winnen. Eens de bodem bereikt is, is het vaak een lange weg terug naar het vorige hoogtepunt.

Mark Twain merkte ooit op dat de geschiedenis zich niet herhaalt, maar dat ze wel vaak rijmt. Dit is zeker ook het geval bij berenmarkten.

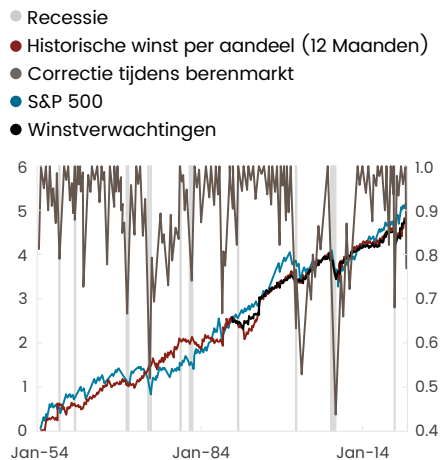
Grafiek 1: Berenmarkten komen vaak voor tijdens of rond recessies

Bron: Bloomberg, Macrohive



Grafiek 2: S&P 500 volgt de winstgroei per aandeel (01/1954 – 06/2022)

Bron: Bloomberg, Macrohive



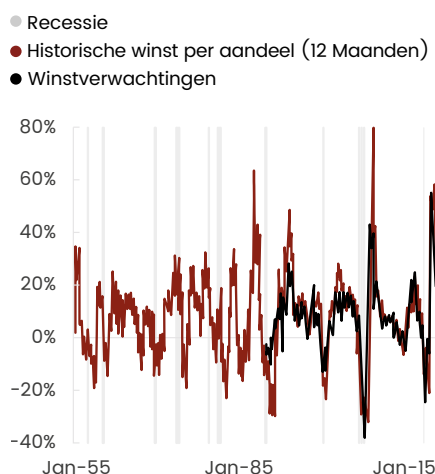
Grafiek 3: Berenmarkt doet de winst per aandeel vaak sterk terugvallen (01/1954 – 06/2022)

Bron: Bloomberg, Macrohive



Grafiek 4: Winst per aandeel valt tijdens recessies terug (01/1955 – 06/2022)

Bron: Bloomberg, Macrohive



WAT VEROORZAAKT EEN BERENMARKT?

Er zijn twee duidelijke redenen waarom er in de afgelopen 75 jaar berenmarkten zijn geweest. Ten eerste is het vaak een kwestie van waardering. Te dure beurzen wreken zich simpelweg op termijn. Ten tweede zijn grote crises ook vaak een oorzaak. In veel gevallen was er in tweede instantie vaak sprake van een recessie, meestal veroorzaakt door hogere rentetarieven om de stijgende inflatie of een oververhitte economie tegen te gaan. Zonder overwaardering of crisis zou een terugval in aandelen als gevolg van een recessie waarschijnlijk minder ernstig zijn.

Belangrijk om weten is dat de S&P 500 index zich ruwweg in lijn met de verwachte winstgroei beweegt (zie grafiek 2). De S&P 500 heeft de neiging voor te lopen op de winst en wanneer deze 30-40% boven de bestaande winsttrend komt, volgen er historisch gezien heel vaak berenmarkten (zie grafiek 3). Beleggers zijn meestal nerveus op dit punt. Er is dan vaak maar één ongunstige katalysator nodig om verkoopgolven op gang te brengen die uiteindelijk tot een berenmarkt leidt.

HOE LAAG KUNNEN WE NOG GAAN?

Zodra de S&P 500 terugvalt in lijn met de winsten, gaan deze er historisch gezien niet veel onder. De drijvende kracht op dit punt zijn de bedrijfswinsten. Een mooi voorbeeld was de implosie na de dotcom bubbel eind jaren '90. De S&P 500 was meer dan 75% overgewaardeerd volgens bepaalde maatstaven tot net voor de ineenstorting. De index daalde toen tot dicht bij de gemiddelde winst per aandeel. Vanaf dat punt volgde de index de winst, die eveneens met meer dan 25% daalde (zie grafieken 3 en 4). Afhankelijk van de omstandigheden kan het dieptepunt variëren van 20% à 30% onder het vorige hoogtepunt tot meer dan 50%.

Er zijn historisch 3 uitzonderingen waar bij de beursindex onder de winsttrend is gezakt:

1. Stagflatie tijdens de jaren '70

Tijdens de jaren '70 schommelde de S&P 500 7,5 jaar lang onder zijn vorige hoog-

tepunt, zelfs toen de winsten jaarlijks met 10% of meer stegen. Het was een moeilijke tijd. De combinatie van twee olie-em-bargo's, stagflatie en hoge werkloosheid ondermijnde het vertrouwen van beleggers om zich op de beurs te wagen.

2. Lehman faillissement tijdens de financiële crisis van 2008

De tweede grote uitzondering was de berenmarkt van 2008. Dit is het enige moment dat de S&P 500 niet duur leek gewaardeerd ten opzichte van de winst. Koers-winstverhoudingen daalden in feite tijdens de jaren van hoogconjunctuur vóór 2008, omdat beleggers – nog steeds getraumatiseerd door de ineenstorting van de dotcom- op hun hoede waren voor het najagen van aandelen tot te hoge waarderingen. Deze berenmarkt was een gevolg van de financiële crisis en het verlies aan vertrouwen dat volgde op het faillissement van Lehman Brothers medio september. De crisis sloeg over naar de bredere economie en verergerde in sterke mate wat een milde recessie was geweest. De werkloosheid steeg van 6,1% in augustus 2008 tot 10% eind 2009. Deze berenmarkt duurde 5,5 jaar.

3. Zomer 2011

De S&P 500 daalde in de zomer van 2011 opnieuw ver onder de winsttrend. De index daalde op enkele weken met 17% toen de Republikeinen weigerden het schuldplafond te verhogen en de VS op het randje van wanbetaling brachten. Dit was een uitzonderlijke crisissituatie.

WHAT'S NEXT VOOR 2022? VERWACHTEN WE EEN INSTORTING OF HERSTEL?

De huidige malaise op de markten begon op klassieke wijze. Aandelen stegen veel sneller dan de winstverwachtingen en waren eind 2021 volgens bepaalde metingen met meer dan 50% overgewaardeerd. De stijgende inflatie en de bezorgdheid over een strengere Amerikaanse centrale bank (FED) leidden begin dit jaar tot een harde omslag van groeiaandelen naar waardeaandelen. Daarna volgden nog meer negatieve gebeurtenissen. Rusland viel Oekraïne binnen, waardoor de energie- en voedselprijzen (en de inflatie) de hoogte ingingen.



Geraamten twistend om een gehangene - James Ensor 1891

China reageerde op het stijgende aantal Covid infecties door grote delen van de economie af te sluiten. Dit zorgde voor tekorten en problemen met de toeleveringsketen die de inflatie verder aanwakkerden. De FED begon de rente te verhogen. De hypotheekrente liep op tot meer dan 5% en de huizenmarkt dreigde tot stilstand te komen.

Halverwege juni kwam de S&P 500 dan officieel in een berenmarkt, iets meer dan vijf maanden na het hoogtepunt. Toen de index op 17 juni de bodem van 3.667 punten bereikte, kwam hij terug in lijn met de winsttrend. Sindsdien wordt de index verhandeld in een range dicht bij de 'fair value' (tov de verwachte winsten).

De details kunnen verschillen van vorige berenmarkten, maar het patroon is heel vertrouwd. Een opmerkelijk verschil is de

korte tijd die in 2022 nodig was om de status van berenmarkt te bereiken; het gemiddelde is ongeveer 11 maanden. Als deze berenmarkt het vertrouwde historische patroon volgt, zal de S&P 500 de winsten in de nabije toekomst volgen. Als we het dieptepunt op de markten al hebben gezien, kunnen we redelijkerwijs verwachten dat we in ongeveer 1 à 2 jaar terugkeren naar het vorige hoogtepunt. In dat scenario zou de economische groei weer gaan aantrekken en de winstgroei zich moeten stabiliseren. Als de winstgroei daarentegen aanzienlijk vertraagt, is de kans vrij groot dat er een nieuw dieptepunt komt. Op basis van de consensusprognoses wordt voor volgend jaar een gemiddelde winstgroei van ongeveer 13% verwacht. Indien de economie zich in de richting van een zware recessie beweegt is dit vermoedelijk een te optimistische assumptie.

Halverwege juni kwam de S&P 500 dan officieel in een berenmarkt, iets meer dan vijf maanden na het hoogtepunt. Sindsdien wordt de index verhandeld in een range dicht bij de verwachte winsten.



Laatste Oordeel en het zevende werk van Barmhartigheid, de doden begraven - Bernard Van Orley 1517-1524/1525

Vandaag wegen beleggers de waarschijnlijkheid van verschillende scenario's af. In het meer pessimistische scenario blijft de inflatie hoog en duwt de FED de economie effectief in een zware recessie. In een meer constructief scenario verdwijnen de krachten die de inflatie zo snel opdreven, en daalt de inflatie voldoende om de druk op de FED weg te nemen om de rente te blijven verhogen. Tussen deze mogelijkheden liggen nog tal van scenario's. Het belangrijkste is nu dat beleggers in een afwachtende houding verkeren over wat er met de economie, de inflatie en de winsten gebeurt.

POTENTIËLE VALKUILEN?

Tot nu toe lijkt deze berenmarkt in grote lijnen op de meeste naoorlogse berenmarkten. Verschillende factoren kunnen de markt in de toekomst in een andere richting sturen. De FED is bezig met kwantitatieve verkrapping in een poging

om 15 jaar van buitengewone kwantitatieve versoepeling af te wikkelen. Er is geen duidelijke roadmap of handleiding over hoe het exact verder moet of hoe de economie kan reageren. Een grote beleidsfout blijft zeker mogelijk. Ook de aanhoudende oorlog in Oekraïne kan nieuwe wereldwijde verstoringen veroorzaken (vooral via gas- en grondstoffenprijzen). Tenslotte kan China's strijd met Covid een nieuwe wending nemen, met potentieel nadelige gevolgen voor de wereldeconomie.

In het meest waarschijnlijke scenario zal de situatie wel nog beheersbaar zijn. De economie en een eventuele recessie zullen grotendeels het typische patroon volgen met normale variaties in lengte en diepte. Maar zoals altijd moeten beleggers uiteraard waakzaam zijn voor signalen dat er toch iets ernstig misgaat of het onwaarschijnlijke gebeurt.

Conclusie

Het is uiteraard duidelijk dat we niet met zekerheid kunnen zeggen hoe deze situatie zal aflopen. Maar met enig begrip van de gemeenschappelijke - en unieke - kenmerken van recessies in de afgelopen zeven decennia, hebben we wel een goed kader om op zijn minst in te schatten waar de huidige berenmarkt zich bevindt.

Wij vermoeden dat de kans reëel is dat de economie in het laatste kwartaal van het jaar of de eerste helft van volgend jaar nog enigszins verzwakt en dat de winstgroei bij heel wat bedrijven mogelijk vertraagt. De kans is dan ook reëel dat de situatie voor aandelen de komende maanden nog niet ideaal zal zijn. Hoe moeilijk het effectief wordt, zal afhangen van de inflatie en hoe de FED daarop reageert. •

Disclaimer

Dit is een publicatie van Leo Stevens & Cie, een beursvennootschap vergund door de NBB (Nationale Bank van België).

Deze publicatie mag niet beschouwd worden als 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007. Het is een publicitaire mededeling. De wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden zijn hierop niet van toepassing. Eventuele aanbevelingen zijn niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te onderhandelen.

Deze publicatie mag niet als persoonlijk beleggingsadvies beschouwd worden. Leo Stevens & Cie kan niet garanderen dat de in de publicatie behandelde financiële instrumenten voor u geschikt zijn. Mocht u op basis van deze publicatie overgaan tot een financiële transactie, dan draagt u hier zelf de volledige verantwoordelijkheid voor. Beleggen in financiële instrumenten (zoals aandelen) kan grote risico's inhouden. Alvorens tot een transactie over te gaan, moet een belegger beschikken over de nodige ervaring en kennis om de eventuele risico's die gepaard gaan met de transactie ten volle in te schatten, in staat zijn om deze risico's te dragen waarbij beseft moet worden dat het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk verloren kan gaan.

Medewerkers van Leo Stevens & Cie kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument.

Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd geworden 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.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Leo Stevens & Cie. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken.

Leo Stevens

PUUR & PERSOONLIJK VERMOGENSBEHEER

Leo Stevens Vermogensbeheer met een pure & persoonlijke missie

Leo Stevens begeleidt u in het beheer van uw vermogen als geen andere financiële instelling in België: puur en persoonlijk.

Schildersstraat 33
2000 Antwerpen
T +32 3 242 03 70
F +32 3 242 03 89

BTW BE0404.496.829
RPR Antwerpen
info@leostevens.com
www.leostevens.com

