



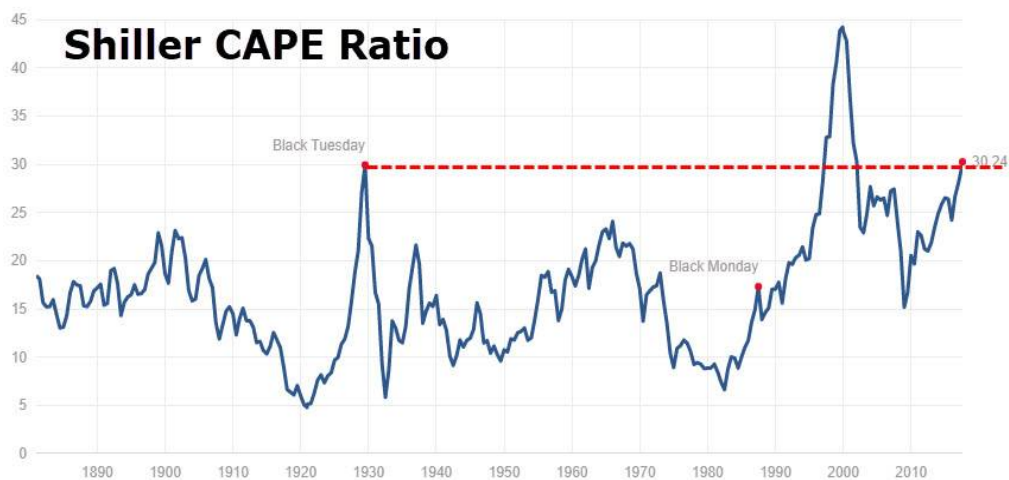
PROSPONAUT 4de kwartaal 2017

Macro-economisch : Amerikaanse aandelenmarkten overgewaardeerd

Onze bedoeling is hieronder te onderzoeken of en in welke mate de Amerikaanse aandelenmarkten overgewaardeerd zijn. Dit is van groot belang omdat de Fed klaarstaat om te starten met Quantitative Tightening (QT) ofwel dollars vernietigen. Hierdoor zal de liquiditeit in het financieel systeem afnemen wat de trigger kan zijn voor lagere aandelenmarkten. Daarbovenop kan president Trump in februari volgend jaar een nieuwe Fed voorzitter benoemen en tal van nieuwe Fed bestuurders aanstellen. President Trump krijgt zo een unieke kans om voor jaren zijn stempel op het Amerikaanse monetaire beleid te drukken. Alleen is tot op heden niet helemaal duidelijk wat voor Fed Trump wenst. In de verkiezingscampagne noemde hij de Amerikaanse economie en aandelenmarkt een “ vette en lelijke zeepbel” ontstaan door de te lage rentevoeten van de Fed. Tijdens zijn ambtstermijn herhaalde hij dat hij Yellen goed vindt omdat zij net als hem voor lage intrestvoeten is. Tot op heden heeft hij reeds 1 nieuwe Fed bestuurder voorgedragen, Quarles. Hij moet nog goedgekeurd worden door het congres, maar deze man is alvast voor fors hogere rentevoeten. Nu gaan we een aantal klassieke waarderingsmethoden bekijken voor aandelenmarkten.

1. De Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio.

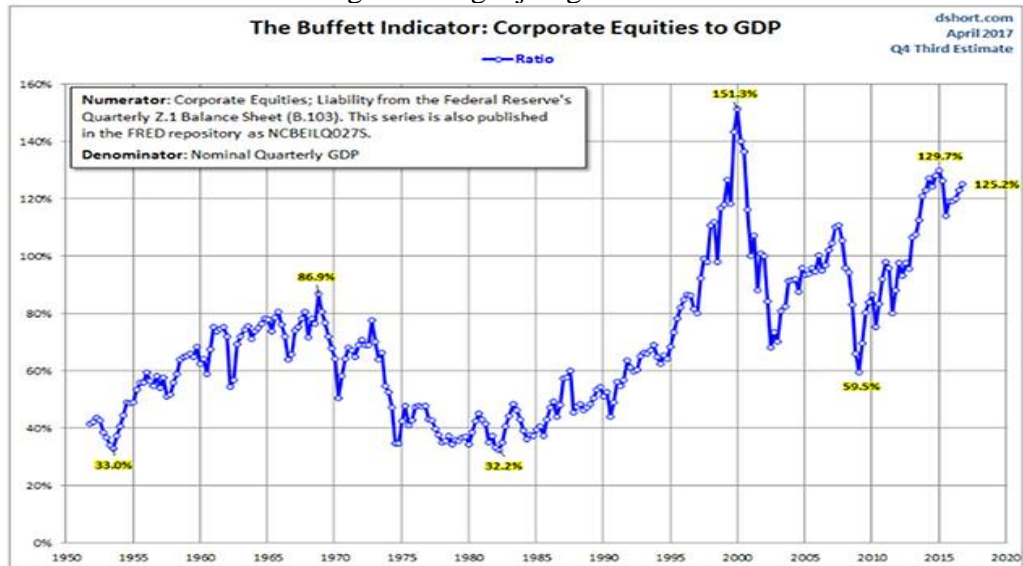
Professor Shiller ontwikkelde deze betrouwbare indicator door de gemiddelde winst van een bedrijf over 10 jaar te berekenen. De prijs van het aandeel wordt dan gedeeld door deze winst waardoor je vermijdt dat een éénmalige uitzonderlijke winst/verlies leidt tot een vertekende PE ratio. Alleen in 2000 waren de aandelenmarkten nog duurder gewaardeerd.





2. De Buffett indicator.

Buffett vergelijkt hier de totale beurswaarde van alle Amerikaanse bedrijven tov het Bruto Binnenlands Produkt. Onderstaande grafiek geeft aan dat deze beurswaarde historisch hoog is in vergelijking met de totale economie.



3. De PE VIX ratio.

Deze indicator combineert de fundamentele waardering met het sentiment op de markten. Hoe beter het sentiment op de markten, hoe lager de volatiliteit (VIX) is, hoe groter de kans op een correctie op de markten. Deze ratio staat op het hoogste punt sinds er cijfers over beschikbaar zijn.





4. 18 van de 20 onderstaande indicatoren staan op rood.

Table 2: S&P 500 Valuations -- borders denote metrics trading above their historical average (as of 7/31/17)

Metric	Current	Average	Avg. ex. Tech Bubble	Min	Max	% Above (below) avg	Z-Score	History
Trailing PE	20.1	16.1	15.4	6.7	30.5	25%	0.9	1960-present
Trailing GAAP PE	23.6	19.1	18.2	6.7	122.4	24%	0.4	1960-present
Forward Consensus PE	17.7	15.2	14.2	9.8	25.1	16%	0.7	1986-present
Trailing Normalized PE	20.0	19.0	17.5	9.2	33.9	5%	0.2	9/1987-present
Median Forward P/E	17.9	15.0	14.7	10.0	20.5	19%	1.4	1986-present
Shiller PE	30.2	16.8	16.1	4.8	44.2	80%	2.0	1881-present
P/BV	3.24	2.48	2.25	0.98	5.34	31%	0.8	1978-present
EV/EBITDA	12.3	10.0	9.6	6.0	15.1	23%	1.1	1986-present
Trailing PEG	1.57	1.45	1.43	0.93	2.21	8%	0.5	2001-present
Forward PEG	1.38	1.22	1.20	0.82	1.67	13%	0.9	2001-present
P/OCF	14.1	10.6	9.8	5.6	19.5	33%	1.2	1986-present
P/FCF	24.2	28.3	24.9	12.9	65.7	-15%	-0.4	1986-present
EV/Sales	2.38	1.83	1.73	0.86	2.91	30%	1.1	1986-present
ERP (Market-Based)	720	467	482	136	880	54%*	1.4	11/1980-present
Normalized ERP	436	291	336	-96	947	50%*	0.7	1987-present
S&P 500 Div. Yld. vs. 10yr Tsy. Yld.	0.8	0.6	0.6	0.2	2.3	28%*	0.5	1953-present
S&P 500 in WTI terms	53.0	23.5	20.7	2.7	109.0	126%	1.9	1960-present
S&P 500 in Gold terms	1.95	1.58	1.32	0.17	5.48	23%	0.3	1968-present
S&P 500 vs. R2000 Fwd. P/E	0.95	1.00	0.94	0.76	1.71	-4%	-0.2	1986-present
S&P 500 Market Cap/GDP	1.10	0.59	0.55	0.22	1.29	88%	1.9	1964-present

*Above average implied equities are attractive relative to bonds. Note: Trailing P/E based on GAAP EPS from 1960-77; Operating EPS from 1978-87; Pro forma EPS 1988-now. Trailing GAAP P/E based on GAAP P/E for entire series. Market-based ERP based on DDM-implied S&P 500 return less AAA corp bond yield. Normalized ERP based on normalized EPS yield less normalized real risk-free rate.
Source: S&P, Compustat, Bloomberg, FactSet/First Call, BofA Merrill Lynch US Equity & US Quant Strategy

Een correctie op de markten is onder de hierboven geschetste omstandigheden niet uit te sluiten. Wanneer? Dit is moeilijk te voorspellen, maar het zal quasi zeker gepaard gaan met een daling van de liquiditeit op de markten. Daarom houden wij nauwlettend de belangrijkste liquiditeitsindicatoren in de gaten.

De aandelenmarkt mag dan wel duur zijn, we mogen niet vergeten dat het een markt van aandelen is. Onze aandelenselectie is niet overgewaardeerd omdat wij alleen laaggewaardeerde kwaliteitsvolle bedrijven kopen.

Beleggers die zich willen beschermen bieden wij momenteel kapitaalgegarandeerde instrumenten aan die kunnen profiteren van een eventuele daling van de aandelenmarkten. Concreet leidt een daling van de markten met 20 % tot een stijging van dit instrument met 11 %.

September 2017

Joost Olbrechts



Investment Manager

Karakter Invest