

relatie tussen de CAPE en rendement. Hiervoor gebruikten wij data van Shiller zelf die teruggaan tot het jaar 1881.

De conclusie is duidelijk: op korte termijn zit er nauwelijks een verband tussen de waardering van de beurs en het rendement dat vervolgens behaald wordt. Zo was in april 1997 de S&P 500 met een CAPE van 27,6 even duur als vandaag. Toch verdubbelde de index in de daarop volgende drie jaar. Pas toen de CAPE steeg tot 44,2, het laatste record in ruim 130 jaar, werd de bubbel doorgeprikt. Het kan dus even duren voordat bubbels knappen. En in de tussentijd stijgen koersen gewoon door.

Maar als de investeringshorizon wordt opgerekt tot 5, 10 en 20 jaar neemt de voorspelkracht van de CAPE sterk toe (zie: Koersen voorspellen met CAPE: geduld vereist). Zo behaalde een belegger die iedere keer in de S&P stapte als de CAPE tussen de 5 en 10 schommelde een rendement van gemiddeld 10,6 procent per jaar in de tienjaarsperiode die volgde. Zou de belegger alleen zijn ingestapt bij een torenhoge waardering – een CAPE hoger dan 35 – zou hij juist een negatief rendement van 2,6 procent per jaar hebben behaald in de tienjaarsperiode die volgde.

#### KLEINE KANS OP RENDEMENT

De hoge CAPE mag dan niet direct aanleiding geven tot onversneden pessimisme, enige zorg is toch op zijn plaats. Dat vindt ook Roelof Salomons, hoogleraar economie aan de Rijksuniversiteit Groningen waar hij in 2005 promoveerde op de vraag of rendementen te voorspellen zijn.

“Aandelen zijn in absolute zin duur”, stelt hij. “De kans dat een belegger een hoog rendement over tien jaar haalt, is klein: en de kans dat een belegger een heel laag rendement tot wellicht negatief rendement behaalt, is een stuk groter.”

Veel concreter kan Salomons niet worden: “De keren dat de waarderingen extreem hoog waren,

**‘AANDELEN ZIJN IN ABSOLUTE ZIN DUUR. DE KANS DAT EEN BELEGGER EEN HOOG RENDEMENT OVER TIEN JAAR HAALT, IS KLEIN’**

beperken zich tot enkele gevallen, waardoor het lastig is een heel stellige conclusie te trekken”.

Volgens Salomons zijn beleggers op dit moment “een beetje tegen de wind in aan het beleggen”.

#### DISCUSSIE

Het nut van de CAPE wordt niet door iedereen even hoog geacht. Jeremy Siegel, hoogleraar aan de

prestigieuze Wharton Universiteit en auteur van de beleggersbijbel *Stocks for the long run*, meent dat de koers-winstverhouding van Shiller op dit moment een te pessimistische voorstelling van zaken geeft.

Een van zijn argumenten is dat boekhoudregels door de jaren heen veranderen, waardoor het niet mogelijk is om winsten uit verschillende decennia met elkaar te vergelijken. Ook vindt Siegel dat de CAPE de gemiddelde winst over de laatste tien jaar te laag inschat, vanwege één sterk negatieve uitschieter in crisisjaar 2008. Shiller heeft deze kritiek gepareerd door te stellen dat de tegenvallers destijds een onherroepelijk gevolg waren van het feit dat winsten kunstmatig waren opgeblazen in de jaren voor de crisis. Door het gemiddelde van tien jaar te nemen, wordt hiervoor gecorrigeerd.

Het grootste probleempunt van CAPE-criticasters is dat de

waarderingsmaatstaf geen rekening houdt met de historisch lage renteniveaus. Bij lage rentes passen hoge waarderingen, en afgezet tegen obligaties die een rendement van iets meer dan nul procent bieden, zijn aandelen misschien niet zo onaantrekkelijk. Shiller heeft begrip voor deze zienswijze, maar stelt in een interview: “De lage rente kan de hoge CAPE misschien verklaren, maar dat wil niet zeggen dat de maatstaf geen voorspellende waarde voor rendementen op de lange termijn heeft”.

#### BRUIKBAAR OF NIET?

De CAPE is niet geschikt om een volgende beurskrach exact te voorspellen. Het biedt beleggers wel houvast om rendementen op langere termijn in te schatten. Bij de huidige, hoge CAPE moet rekening worden gehouden met lage rendementen.

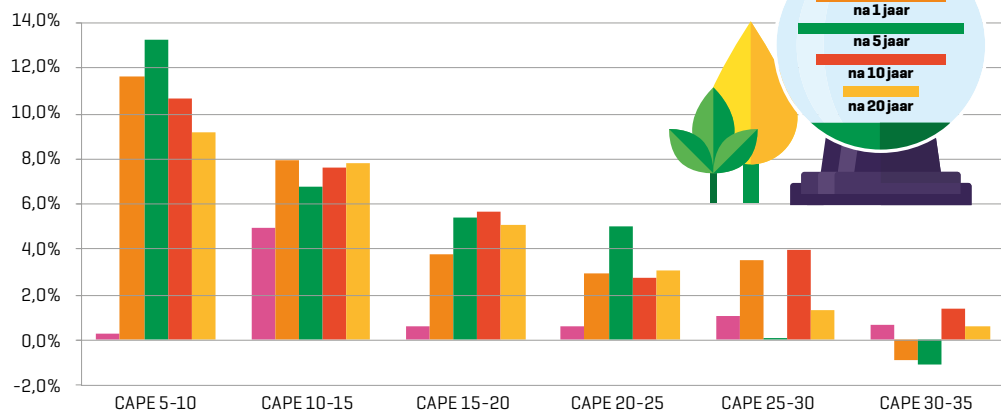
### LAGE RENDEMENTEN OP LANGE TERMIJN

## Koersen voorspellen met CAPE: geduld vereist

Wat is het verband tussen Shillers koers-winstverhouding en rendementen? Om deze vraag te beantwoorden, analyseerden wij de dataset die Shiller op zijn eigen website publiceert, met gegevens vanaf 1881.

We becijferden gemiddelde rendementen die een belegger zou behalen als hij elke keer als de CAPE tussen de 5 en 10 lag in de S&P belegde. Deze exercitie herhaalden we voor een CAPE tussen 10 en 15, 15 en 20 tot en met een ratio tussen 30 en 35.

#### RENDEMENTEN EN SHILLER KOERS-WINSTVERHOUDING (=CAPE)



De resultaten laten zien dat er een duidelijk negatief verband is tussen de CAPE en het rendement dat wordt behaald op de lange termijn [5, 10 en 20 jaar]. Als de geschiedenis zich herhaalt, moeten beleggers rekening houden met lage enkelcijferige rendementen in de komende decennia.