

Nu wordt voorlopig geen mens tweehonderd jaar oud en zijn we zoals Keynes al zei op de lange termijn allemaal dood, dus er moet op wat kortere termijnen worden gekeken. Uit het onderzoek van Siegel bleek ook dat het reële rendement op aandelen (dus gecorrigeerd voor inflatie) gemiddeld op 6,8 procent per jaar lag. Wat vooral opviel was de opmerkelijke stabiliteit van dit reële rendement. Rendementen op aandelen blijken steeds opvallend snel terug te keren naar dit gemiddelde rendement. Dit verschijnsel wordt ook wel de 'mean reversion' (terugkeer naar het gemiddelde) van aandelenrendementen genoemd. Aandelenrendementen kunnen zeer instabiel zijn op de korte termijn maar zijn op den duur uiterst stabiel. Er loopt vanaf 1802 een trendlijn met 6,8 procent per jaar omhoog, en de aandelenrendementen na inflatie in de Verenigde Staten volgen die lijn op de voet.

Uit de maximale en minimale reële rendementen die werden behaald op aandelen, obligaties en kortlopend staatspapier (T-bills) bleek dat aandelen over een periode van minimaal zeventien jaar nooit een negatief reëel rendement behaalden. Bij de andere twee – als minder riskant bekendstaande – beleggingsvormen waren er echter periodes van dertig jaar waarin het rendement na inflatie nog altijd negatief bleek. Vanaf tien jaar is het slechtste rendement op aandelen in alle gevallen ruim hoger dan het slechtste rendement op obligaties. Hieruit is de glasharde conclusie te trekken dat de veiligste beleggingsvorm voor wie op de lange duur zijn koopkracht wil behouden toch echt het aandeel is. Althans in de afgelopen tweehonderd jaar in het land met de meest ontwikkelde aandelenmarkt, de Verenigde Staten. En dat is voor een belangrijk deel te danken aan de krachtige mean reversion van de aandelenrendementen.

JAARLIJKSE RENDEMENTEN* SINDS 1900

LAND	AANDELEN	OBLIGATIES	DEPOSITO
België	7,9%	5,3%	5,1%
Duitsland	8,1%	3,2%	4,6%
Frankrijk	11,1%	7,2%	4,5%
Groot-Brittannië	9,5%	5,4%	5,0%
Japan	11,9%	6,1%	5,4%
Nederland	8,3%	4,3%	3,7%
Verenigde Staten	9,5%	4,9%	4,0%
Wereld	8,7%	4,6%	4,0%

* totaal rendement: rente of dividend en koerswinst

Bron: Dimson, Marsh & Staunton, Global Investment Returns Yearbook, London Business School, 2006

KANSEN MET CONTRAIR BELEGGEN

Aandelen hebben gemiddeld door de jaren heen een koers-winstverhouding van iets minder dan 15. Niet geheel toevallig is dit het omgekeerde van de eerdergenoemde 'real earnings yield' van 6,8 procent, het reële rendement dat gemiddeld op aandelen wordt geboekt door beleggers ($1 : 14,7 = 6,8\%$). Op de lange termijn zijn aandelen met een hogere waardering dan 15 keer de winst vrijwel altijd te duur. En zo niet, dan doen zich altijd wel momenten voor dat deze 'kwaliteitsaandelen' op veel minder dan 15 keer de winst zijn te krijgen. In tijden van groot optimisme of lage rentes kan de koers-winstverhouding flink hoger zijn, zoals eind vorige eeuw, toen de gemiddelde koers-winstverhouding van de AEX boven de 30 lag. In enkele jaren was dat ruimschoots gecorrigeerd.

Terugkeer naar het gemiddelde is echter een verschijnsel dat niet alleen marktbreed optreedt. Ook op sectorniveau geldt dat aandelen soms tijdelijk sterk overgewaardeerd of ondergewaardeerd kunnen zijn. Zogenaamde groeisectoren worden door speculanten soms opgejaagd tot koers-winstverhoudingen van boven de 100, zoals de internetaandelen in 2000 en de makers van zonnepanelen in 2008. Andere sectoren maken het tegenovergestelde mee, zoals de Nederlandse bouwbedrijven die in het begin van deze eeuw voor minder dan 5 keer de winst te koop waren. Door contrair te beleggen, dus juist de aandelen te kopen die tijdelijk niemand lijkt te willen hebben, zijn uitstekende rendementen te behalen.

Op dit moment zitten vrijwel alle Nederlandse aandelen flink onder hun langjarig gemiddelde, maar sommige nog meer dan andere. Een beetje mean reversion kan daarom voor de komende maanden een prima rendement opleveren. Een aardige indicator daarvoor is het gekleurde balkje met koop- tot verkoopadviezen achter in deze *Effect*.

Schenk eens speciale aandacht aan bedrijven met een flinke rode streep, er zitten zeker uitstekende herstellkandidaten tussen. En wees voorzichtig bij aandelen met een bijna volledig groen balkje. Hier zit vermoedelijk al het goede nieuws ruimschoots in de koers. ■