

DRIJVENDE KRACHTEN

Zaligmakend is de vergelijking van de aandelenmarkt met de waarde van de economie niet. Eind 2009 bewoog de ratio, na een snelle opleving van aandelenbeurzen, ruim boven het gemiddelde op 90 procent. Desondanks verdubbelde de beurs nog ruimschoots in de daaropvolgende jaren.

Dat de ratio niet altijd werkt, zou samen kunnen hangen met factoren die een grote invloed op de toekomstige aandelenrendementen kunnen hebben, maar niet verdisconteerd zijn in de ratio. De eerste is de rente, die het effect van zwaartekracht heeft op de waarde van aandelen. Een hoge rente maakt sparen en obligaties aantrekkelijk. Voor aandelen betekent het doorgaans een lage waardering, want alleen dan kan het dividendrendement (dividend/koers) wedijveren met spaar- en obligatie-opbrengsten. De jaren zeventig zijn het schoolvoorbeeld van die situatie. Een daling van de rente, de situatie vanaf grofweg de jaren tachtig, heeft juist een ongunstig effect op obligaties en sparen, waardoor aandelenbeleggingen aantrekkelijker worden. De lage rente speelde ook een belangrijke rol in de beurshausse sinds 2009, toen de markt-bbp-ratio relatief hoog was.

Voortdurende renteverlagingen van de centrale banken zorgden voor oplopende koersen.

De tweede drijvende kracht achter aandelenkoersen zijn groeiende bedrijfswinsten. Als bedrijven een groter deel van het nationale inkomen verdienen, zou dat een hogere markt-bbp-ratio rechtvaardigen. Op lange termijn is een dergelijke stijging niet houdbaar omdat dit ten koste gaat van andere delen van het bruto product, zoals de werknemerssalaries.

SITUATIE NU

Het zal niet verrassen dat de afgelopen jaren van koersstijgingen Buffetts favoriete ratio tot grote hoogte heeft gestuwd. Met een waarde van 122 procent in de VS bedraagt deze bijna anderhalf keer de gemiddelde waarde over de afgelopen 45 jaar. Als het verleden zich herhaalt, zou dat wijzen op een toekomst van magere aandelenrendementen op het Amerikaanse continent.

Nog lagere rentes en nog hogere bedrijfswinsten zullen nu, anders dan zes jaar geleden, geen mogelijkheid tot extra rendement bieden. De rente staat in Europa en de VS op historisch lage niveaus en zal eerder omhoog- dan omlaaggaan in de komende jaren. De andere drijvende kracht, een verdere

stijging van de bedrijfswinsten en dus de aandelenprijzen, lijkt niet aannemelijk. De bedrijfswinsten zijn in verhouding tot de totale waarde van de economie al veel hoger dan het historische gemiddelde.

Schuldverschaffers (lage rente), de belastingbetaler (race to the bottom met vennootschapsbelasting) maar vooral werknemers (lage lonen) betalen tot nu toe de prijs voor de hoge winstmarges. Het tij lijkt nu al te keren met stevige loonsverhogingen bij bijvoorbeeld supermarktketen WalMart en McDonald's, een heftig debat over belastingontduiking in de VS en een verwachte renteverhoging voor het einde van dit jaar.

HET ACADEMISCHE ANKER

Er is een tweede indicator voor toekomstige rendementen die een zekere reputatie geniet in de beleggingswereld. Het gaat om de zogeheten CAPE-ratio van Yale-hoogleraar en Nobelprijswinnaar Robert Shiller, die zijn vergezichten op de beurs baseert op de door hem ontwikkelde variant op de bekende koers-winstverhouding. Om te beoordelen of aandelen goedkoop of duur zijn, deelt Shiller de koers niet door de winst van één jaar, maar kiest hij voor de gemiddelde winst van laatste tien jaar,

VOLGENS DE FAVORIETE RATIO VAN WARREN BUFFETT ZIJN AMERIKAANSE AANDELEN DUUR. EEN TOEKOMST VAN MAGERE RENDEMENTEN LIGT IN HET VERSCHIJT

gecorrigeerd voor inflatie. Op die manier houdt hij rekening met economische omstandigheden door de hele economische cyclus.

Op dit moment bedraagt de CAPE-ratio van Shiller ongeveer 25. Bij de huidige koersen betalen beleggers dus ongeveer 25 keer de gemiddelde winst per aandeel over de afgelopen tien jaar. Dat is veel ten opzichte van het historisch gemiddelde van rond de 16. Alleen in 1929,

Duur en goedkoop volgens Buffett's maatstaf

Huidige waardering in historisch perspectief

- zeer laag
- laag
- gemiddeld
- bovengemiddeld
- hoog

