

bepalen sentiment en momentum de markt, maar op de lange termijn keert waardering altijd terug als doorslaggevende factor.

3 WAT BETEKENT DIT CONCREET VOOR BELEGGER'S?

Als de geschiedenis een leidraad is voor de toekomst, dan is voorzichtigheid geboden. Vier van de negen onderzochte ratio's suggereren dat de rendementen op de S&P 500 in de komende tien jaar zelfs negatief kunnen uitvallen. Vooral de Buffett-ratio schreeuwt dat de beurs is overgewaardeerd. Afgaand op het historisch verband van deze

indicator, lopen beleggers het risico op een negatief rendement van circa 9 procent per jaar. Dat zou betekenen dat de S&P 500 in 2034 ruim de helft lager staat.

Het verwachte rendement van vier andere ratio's ligt iets boven nul, maar overschrijdt de 2 procent niet. Alleen de prijs/cashflow-ratio (p/fcf) biedt nog enigszins perspectief, met een verwachte gemiddelde opbrengst van circa 6 procent per jaar.

Met de waarderingsratio's op recordhoogte lijkt een periode van bescheiden rendementen op de Amerikaanse beurs onvermijdelijk. Beleggers die uitgaan van de stevige rendementen van de afgelopen tien jaar, doen er goed aan hun verwachtingen bij te stellen.

4 MOET IK VANDAAG NOG MIJN AANDELEN VERKOPEN?

In periodes van opgaande beurzen zijn er altijd beleggers die geloven dat oude wetten niet langer gelden. Toch is de relatie tussen waardering en rendement grotendeels te verklaren door een hardnekkig fenomeen: *mean reversion*. Waarderingratio's hebben de neiging om terug te keren naar hun langjarige gemiddelde.

Roelof Salomons, hoogleraar beleggingstheorie aan de Rijks-

PRIJS-BOEKWAARDE-VERHOUDING (P/B)

De p/b-ratio deelt de marktwaarde door de boekwaarde van het eigen vermogen en is vooral nuttig voor bedrijven met veel materiële activa, zoals fabrieken, vastgoed en machines. Het geeft inzicht in onder- of overwaardering op basis van boekwaarde. Voor bedrijven met weinig fysieke activa, zoals technologiebedrijven, is de ratio minder relevant. Niet alle zachte activa – innovaties, merken, klantrelaties – zijn namelijk terug te vinden op de balans.

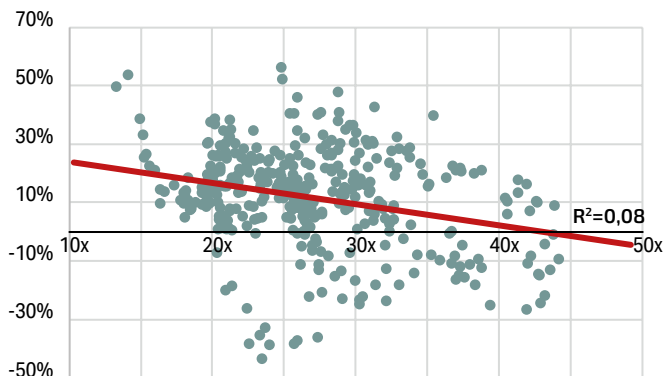
CYCLISCH AANGEPASTE KOERS-WINSTVERHOUDING (CAPE)

De CAPE-ratio is een aangepaste k/w-ratio die het tienjarig gemiddelde van de winst, gecorrigeerd voor inflatie, gebruikt. Dit dempt de invloed van economische cycli en biedt een langetermijnperspectief. Net als de k/w-ratio richt de CAPE zich echter op boekhoudkundige winst in plaats van op vrije kasstromen.



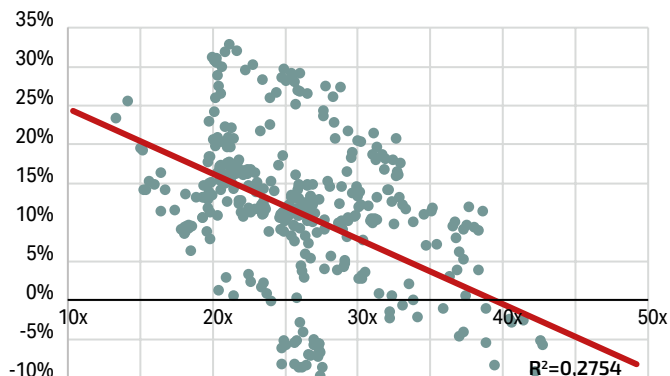
DUIDELIJK NEGATIEF VERBAND TUSSEN WAARDERING EN TOEKOMSTIG RENDEMENT OP LANGE TERMIJN

NA 1 JAAR



■ Jaarlijks rendement na 1 jaar ■ Lineair (jaarlijks rendement na 1 jaar)

NA 3 JAAR



■ Jaarlijks rendement na 3 jaar ■ Lineair (jaarlijks rendement na 3 jaar)

Bron: Bloomberg, Database Robert Shiller en analyse VEB. Op de horizontale as de CAPE-ratio. Op de verticale as het gemiddelde jaarlijkse rendement op de S&P 500 inclusief herbelegd dividend over de aangegeven periode. De grijze punten in de grafiek vertegenwoordigen de individuele waarnemingen van de CAPE-ratio en het daaropvolgende rendement over de aangegeven periode. Voorbeeld: eind 2014 stond de CAPE-ratio op 27x. Het gemiddelde jaarlijkse