

een contrair standpunt in. In maart 2009 stelde hij dat aandelen stevig ondergewaardeerd waren, en beleggers die durfden in te stappen op fraaie rendementen konden rekenen. Dat bleek precies de maand waarin de beurzen een dieptepunt bereikten en zich opmaakten voor een ongekend herstel.

### GEEN ZEEPBEL

Een vergelijkbaar duidelijke visie heeft GMO op dit moment niet. De beurzen zijn weliswaar flink opgelopen, tot recordstanden in Amerika, maar van een klassieke zeepbel is nu geen sprake. Hoewel de rente historisch laag is en zowel waarderingen als bedrijfs-winsten boven het langjarig gemiddelde liggen, ontbreekt nog een essentieel ingrediënt: euforie.

Die euforie is in de regel gestoeld op uitstekende fundamenteën, zo geeft Grantham aan. Denk daarbij aan productiviteit, werkgelegenheid en technologie. Als zo'n fundament erg gunstig is, kan het gebeuren dat beleggers de trend doortrekken naar de toekomst.

Een bekend voorbeeld is de ICT-zeepbel die begin deze eeuw knapte. Daarbij gingen een technologie, internet en ongebreidelde optimisme goed samen. In een kwestie van enkele jaren hebben steeds meer mensen toegang gekregen tot een netwerk om informatie, gegevens, kennis en zelfs ervaringen uit te wisselen met anderen. En hoe meer mensen volgden, hoe groter de waarde van internet.

Allerlei ondernemers wilden inspelen op die technologische revolutie en brachten bedrijven naar de beurs. Ook zonder bewezen verdienmodel, maar met een mooi verhaal, lukte het om veel geld bij beleggers op te halen. En zolang koersen stegen, werden beleggers – op papier in ieder geval – rijker. Bij de kapper, op feestjes en in de supermarkt

werden nieuwe 'tips' besproken. Dat was de laatste fase voordat de zeepbel knapte en hebzucht plaatsmaakte voor realisme.

Van een vergelijkbaar optimisme is op dit moment geen sprake. De 78-jarige belegger wijst er nog even op dat beleggers nu bereid zijn om geld te steken in staats-obligaties zonder een reëel rendement te behalen.

### VAGEVUR OF HEL

Hoewel volgens GMO van een zeepbel op de Amerikaanse beurs geen sprake is, is deze historisch gezien wel overgewaardeerd. Een belangrijke aanjager voor deze overwaardering is de gedaalde rente.

Een lagere rente betekent lagere leenkosten en tegelijkertijd een lagere discontovoet, waartegen kasstromen contant worden gemaakt in waarderingsmodellen. Zo valt de berekende waarde hoger uit.

Over waarom de rente nu zo laag is, zijn de meningen verdeeld. Voor GMO is het vooral de centrale bank die met monetair beleid de rente heeft gedrukt. Anderen wijzen op bijvoorbeeld de lage groei die de vraag naar kapitaal drukt of de vergrijzing die zorgt voor overmatig sparen en zodoende de rendementen op kapitaal verlaagt.

Hoe het ook zij, met de huidige waarderingen bestaat een grote kans op teleurstellingen. Binnen GMO wordt dan ook rekening gehouden met een van de volgende twee scenario's: de overwaardering loopt in een periode van een jaar of zeven geleidelijk uit de markt, of de waarderingen blijven hoog en beter dan verwachte rendementen op kortere termijn gaan ten koste van die op langere termijn.

Het eerste scenario symboliseert GMO als vagevuur, het tweede als hel. Bij vagevuur gaat het in dit kader om een eindige periode van pijn en daarna betere



**HOEWEL DE RENTE LAAG IS EN WAARDERINGEN BOVENGEMIDDELD ZIJN, ONTBREEKT NOG EEN ESSENTIEEL INGREDIËNT: EUFORIE**

tijden voor beleggers. Welk van beide scenario's uitkomt, is belangrijk voor de inrichting van de portefeuille. In een scenario waarin beleggingen de komende jaren dalen of zelfs crashen, kun je met wat geld aan de zijlijn blijven om op een beter moment toe te slaan. Aan de andere kant mis je rendement met deze strategie in het helscenario, wanneer de beurs nog langere tijd overgewaardeerd blijft.

### ALTERNATIEVEN

Gelukkig staan de scenario's waar GMO rekening mee houdt niet bij voorbaat vast. En zelfs binnen deze scenario's hoeft het niet te betekenen dat beleggers geen rendement meer kunnen maken.

Zo bereiken de beurzen in de Verenigde Staten weliswaar record na record, maar dat geldt niet voor verschillende andere beurzen, zoals bijvoorbeeld de Nederlandse beurs. En naast westerse beurzen, zijn er nog opkomende markten die een steeds grotere middenklasse gaan bedienen. Dat biedt kansen voor lokale bedrijven.

En voor wie liever wil blijven beleggen in westerse landen, is het goed om verder te kijken dan de waarderingen en resultaten van de beurs als geheel. Neem bijvoorbeeld de periode vanaf 1964 tot en met 1981. In deze lange periode is de Amerikaanse Dow Jones Index met slechts 1 punt gestegen. En, wegens hoge inflatie, verloren beleggers in de Dow-bedrijven fors aan koopkracht. Datzelfde gold voor bezitters van langlopende obligaties. Maar tegelijkertijd waren er ook beleggingen, zoals grondstoffen en grondstof-gerelateerde aandelen, die in dezelfde periode wel goed presteerden.

Zo is de beurs volop in beweging. Kalmte aan het oppervlak kan dynamiek, onrust en bovenal kansen verhullen.

