De Shiller-PE

Beschrijving

De Shiller PE-ratio, ook wel bekend als de CAPE (Cyclically Adjusted Price-Earnings), staat momenteel op niveaus die we alleen zagen tijdens het hoogtepunt van de dotcombubbel. Dat klinkt alarmerend. Pessimistische beleggers wijzen gretig naar deze cijfers als bewijs dat een koerscorrectie onvermijdelijk is. Maar deze vergelijking gaat mank. De aandelenmarkt van vandaag is fundamenteel anders dan die van twintig jaar geleden, en wie blind vaart op historische waarderingsmaatstaven riskeert verkeerde conclusies te trekken.

De doorbraak van platformbedrijven

De samenstelling van de beurs is drastisch veranderd. Waar bedrijven decennia geleden nog zware fabrieken, voorraden en productielijnen op de balans hadden staan, zien we nu een doorbraak van platformbedrijven. Deze ondernemingen hebben kapitaalintensieve activiteiten zoals productie uitbesteed naar lagelonenlanden en concentreren zich op wat echt waarde toevoegt: productontwikkeling, design, marketing en klantenrelaties. Denk aan Apple dat geen iPhone produceert, of Nike dat geen schoenen maakt. Deze asset-light bedrijfsmodellen genereren structureel hogere winstmarges en rendementen op het eigen vermogen. Een hogere waardering is dan geen teken van overpricing, maar weerspiegelt simpelweg superieure economische kenmerken.

De Excess CAPE Yield als beter alternatief

Zelfs Robert Shiller, de bedenker van de CAPE-ratio, heeft erkend dat zijn oorspronkelijke maatstaf tekortkomingen heeft. Hij ontwikkelde daarom de Excess CAPE Yield, die de waardering van aandelen afzet tegen obligaties. Deze relatieve maatstaf geeft een genuanceerder beeld omdat hij rekening houdt met het renteniveau. In een wereld van structureel lagere rentes zijn hogere aandelenwaarderingen logisch, omdat het alternatief â?? vastrentende waarden â?? gewoon minder aantrekkelijk is geworden. De absolute hoogte van de CAPE zegt zonder deze context weinig.

Transparantie en veranderde boekhoudregels

Bovendien zijn de boekhoudkundige regels ingrijpend veranderd. Strengere rapportagestandaarden en wetgeving zoals Sarbanes-Oxley hebben bedrijven transparanter gemaakt en frauderisicoâ??s verminderd. Beleggers zijn nu beter geÃ¯nformeerd over de werkelijke gezondheid van ondernemingen, wat onzekerheid reduceert en een hogere waardering rechtvaardigt. Ook de manier waarop bedrijven kapitaal aan aandeelhouders teruggeven is veranderd. Waar vroeger dividend dominant was, zien we nu massale aandeleninkopen. Deze buybacks verbeteren de winstcijfers per aandeel mechanisch, wat de CAPE-ratio optisch verhoogt zonder dat er sprake is van daadwerkelijke overwaardering.

Het internet als transparantiemotor

Het internet heeft daarnaast gezorgd voor ongekende transparantie. Informatie over bedrijven, sectoren en markten is instant beschikbaar voor iedereen. Deze democratisering van kennis heeft informatie-asymmetrie sterk verminderd. Markten zijn efficiÃ«nter geworden en het risico op grote waarderingsverschillen tussen vergelijkbare bedrijven is afgenomen. In zoâ??n omgeving zijn beleggers rationeel gezien bereid meer te betalen voor aandelen, omdat het speelveld gelijker is en verrassingen zeldzamer zijn.

De opkomst van passief beleggen

Een andere structurele verandering is de opkomst van passief beleggen. Meer dan de helft van het belegde vermogen stroomt tegenwoordig naar index-ETFs. Deze beleggers kijken niet naar individuele waarderingen maar alleen naar het gewicht van aandelen in de index. Dit creÃ«ert een permanente vraag naar de grootste bedrijven, ongeacht hun koers-winstverhouding. De traditionele relatie tussen waardering en vraag is daarmee verstoord. Waardering speelt simpelweg een minder grote rol dan vroeger, wat hogere gemiddelde niveaus kan verklaren zonder dat er sprake is van een zeepbel.

Waardering zegt weinig over korte termijn

Het fundamentele probleem met de Shiller PE als voorspeller is bovendien empirisch aangetoond: de correlatie tussen de hoogte van de CAPE en daaropvolgende koersontwikkeling op korte termijn is nagenoeg nul. Ja, op de zeer lange termijn van tien jaar of meer heeft een lage waardering enig voorspellend vermogen voor hogere rendementen. Maar wie vandaag zijn beleggingen verkoopt omdat de CAPE hoog staat, kan net zo goed jarenlang rendement mislopen terwijl de markt verder stijgt. De geschiedenis staat vol met verhalen van te vroege waarschuwingen.

Context is alles

De Shiller PE is niet waardeloos, maar moet met een flinke korrel zout worden genomen. De markt van 2025 is structureel anders dan die van 2000 of 1929. Hogere waarderingen weerspiegelen deels reÃ«le verbeteringen in bedrijfsmodellen, transparantie, rentabiliteit en marktstructuur. Wie alleen naar historische vergelijkingen kijkt zonder deze context, ziet spoken die er niet zijn. Slimme beleggers kijken verder dan Ã©Ã©n cijfer en houden rekening met de veranderde wereld waarin we nu opereren.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief