Is de beurs te duur?

Beschrijving

Bijna elke week verschijnt er wel een waarschuwing dat aandelen te duur zijn. De koersen staan op recordniveau, dus de conclusie lijkt simpel. Toch is de beurs dit jaar juist gÃ³Ã©dkoper geworden. De vraag â??is de beurs te duur?â?• verdient daarom een genuanceerder antwoord dan de meeste pessimisten geven.

De winst groeit harder dan de koers

De koers van een aandeel zegt op zichzelf niets. Wat telt, is de prijs die u betaalt voor de winst van een bedrijf. Die verhouding heet de koers-winstverhouding. En precies daar zit het verrassende nieuws. De koersen zijn dit jaar gestegen, maar de bedrijfswinsten zijn nÃ³g harder gestegen. Daardoor is de gemiddelde koers-winstverhouding gedaald.

De cijfers spreken voor zich. De Amerikaanse bedrijven uit de S&P 500 boeken inmiddels zes kwartalen op rij een winstgroei van meer dan tien procent. Voor heel 2026 rekenen analisten van FactSet op een winstgroei van rond de twintig procent. Dat is uitzonderlijk hoog. Tegelijk is de verwachte koers-winstverhouding gedaald van ruim 23 eind vorig jaar naar ongeveer 22,5 nu. Met andere woorden: u betaalt vandaag minder voor elke euro winst dan een halfjaar geleden, terwijl de koersen toch zijn gestegen. Een groot deel van het rendement van de afgelopen jaren komt dan ook niet uit duurdere aandelen, maar gewoon uit hogere winsten.

Vijf jaar lang geen duurdere beurs

Het meest onderschatte feit van dit moment is dat de waardering van aandelen al vijf jaar nauwelijks is veranderd. Begin 2021 betaalden beleggers ongeveer 22 keer de verwachte winst. Vandaag is dat ongeveer 22,5 keer. In de tussentijd is de beurs fors gestegen, maar die stijging is bijna volledig opgevangen door hogere winsten en niet door een hogere waardering.

Veel beleggers denken dat de markt steeds duurder is geworden. In werkelijkheid hebben de bedrijven hun hogere koersen verdiend met echte, gerapporteerde winst. Een beurs die vijf jaar lang op dezelfde waardering staat terwijl de winsten verdubbelen, is geen luchtbel. Het is een gezonde markt waarin de koersen de winst volgen.

De Buffett-indicator misleidt

Een van de meest geciteerde argumenten voor een dure beurs is de zogenoemde Buffett-indicator: de totale waarde van alle aandelen gedeeld door het bruto binnenlands product. Die staat inderdaad hoog. Maar de vergelijking gaat op meerdere punten mank.

Ten eerste vergelijkt de indicator de waarde van Amerikaanse bedrijven met de Amerikaanse economie. Dat was logisch toen die bedrijven vooral in eigen land actief waren. Maar de grootste technologiebedrijven halen inmiddels meer dan de helft van hun omzet buiten de Verenigde Staten. U vergelijkt dan een wereldwijde onderneming met een nationale economie. Dat klopt simpelweg niet meer.

Ten tweede is het logischer om de beurswaarde te vergelijken met het aandeel van de bedrijfswinsten in de economie, en niet met de totale economie. Dat winstaandeel is structureel gestegen. Op lange termijn volgen koersen namelijk de winst per aandeel, niet de omvang van de economie. En ten slotte: in 2000 waren de hoge waarderingen het gevolg van bedrijven zÃ³nder winst. Vandaag stroomt de cash juist binnen bij de grootste bedrijven, met recordmarges als gevolg.

Kijk voorbij de zeven grootste

Het beeld van een dure beurs wordt sterk vertekend door een handvol grote technologiebedrijven. Buiten die zeven reuzen is de Amerikaanse markt helemaal niet duur. De S&P 500 zonder die zeven aandelen handelt dicht bij of zelfs onder het historische gemiddelde. Ook de gelijkgewogen index, waarin elk bedrijf even zwaar meetelt, geeft een veel rustiger beeld dan de krantenkoppen suggereren.

Met andere woorden: het overgrote deel van de markt is redelijk geprijsd. Alleen de allergrootste namen ogen prijzig, en juist die bedrijven hebben de hoogste winstgroei. Wie de hele markt afschrijft op basis van zeven aandelen, mist het grotere geheel.

Een lagere risicopremie is terecht

Beleggers vergelijken de huidige waardering vaak met die van de jaren tachtig, toen de koers-winstverhouding rond de vijftien lag. Maar de bedrijfswereld is sindsdien fundamenteel veranderd, en die verandering rechtvaardigt een hogere waardering.

Sinds de boekhoudregels na 2002 zijn aangescherpt, is de transparantie van bedrijven enorm toegenomen. Informatie komt sneller beschikbaar en wordt sneller verwerkt. Daardoor zijn risicoâ??s kleiner en is de voorspelbaarheid groter. Ook de economische cyclus is vlakker geworden. Centrale banken beschikken over instrumenten die vroeger ondenkbaar waren, en in een diensteneconomie met realtime data worden diepe recessies steeds zeldzamer. Bovendien is de rente structureel lager dan vroeger, mede door de vergrijzing. Een lagere rente betekent dat toekomstige winsten meer waard zijn vandaag. Minder risico en een lagere rente leiden samen logischerwijs tot een hogere, maar terechte, waardering.

Andere bedrijven, dus andere waardering

De beurs van vandaag bestaat uit heel andere bedrijven dan die van veertig jaar geleden. Toen was de index gevuld met kapitaalintensieve industrie. Nu draait de markt op technologie en software. Veel bedrijven werken met platformmodellen en abonnementen, waarbij de klant elke maand opnieuw betaalt. Die modellen vragen weinig kapitaal, maar leveren hoge marges en stabiele, terugkerende inkomsten op.

Zulke bedrijven verdienen een hogere waardering dan de fabrieken van vroeger, simpelweg omdat ze winstgevender en beter voorspelbaar zijn. Het is dan ook onlogisch om de waardering van de moderne beurs te willen terugbrengen naar het niveau van een totaal andere economie.

Kunstmatige intelligentie verandert het spel

Het grootste verschil met de internetbubbel van 2000 is dat de beloften nu al worden waargemaakt. Destijds berustte de euforie op verwachtingen die pas jaren later werden ingelost. Vandaag rapporteren bedrijven stijgende winstmarges, ondanks handelstarieven, en investeren ze fors in kunstmatige intelligentie die hun efficiÃ«ntie verder vergroot.

De hogere productiviteit door deze technologie zorgt voor meer reÃ«le groei en drukt tegelijk de inflatie. Bedrijven kunnen meer waarde maken met dezelfde middelen. Dat rechtvaardigt een hogere waardering. Zelfs de duurste technologiebedrijven ogen redelijk geprijsd zodra je hun hoge groei meeweegt in de waardering.

Minder aandelen, meer kapitaal

Er is nog een reden waarom de prijzen hoog zijn: er zijn simpelweg minder aandelen te koop. Bedrijven kopen voor enorme bedragen hun eigen aandelen terug. Investeerders halen bedrijven van de beurs. En veel jonge, snelgroeiende ondernemingen blijven langer privaat. Het aantal beursgenoteerde bedrijven is daardoor flink kleiner dan 25 jaar geleden.

Tegelijk zoekt steeds meer kapitaal een plek. Pensioenfondsen, staatsfondsen en particuliere beleggers stromen massaal de markt in. Veel geld dat jaagt op weinig aandelen leidt nu eenmaal tot hogere prijzen. Dat is geen teken van overdrijving, maar van schaarste.

Waardering is een slechte timingmaatstaf

Tot slot het belangrijkste: zelfs een hoge waardering vertelt u weinig over wat de beurs volgend jaar doet. Onderzoek van vermogensbeheerder Schwab laat zien dat het verband tussen de waardering en het rendement over de daaropvolgende twaalf maanden vrijwel nul is. Waardering is met andere woorden een waardeloos hulpmiddel om de markt te timen.

Waarderingen kijken bovendien altijd achteruit. Ze zijn gebaseerd op winsten uit het verleden, terwijl de beurs juist vooruitkijkt naar toekomstige kasstromen. Wie wacht tot de beurs â??goedkoopâ?• oogt volgens oude maatstaven, mist vaak de mooiste jaren. Per saldo is er meer geld verloren met het voorspellen van correcties dan met alle correcties bij elkaar

Eerder goedkoop dan duur

Natuurlijk kan de beurs altijd dalen. Correcties horen erbij, en hun timing is onmogelijk te voorspellen. Maar de stelling dat aandelen te duur zijn, houdt bij nadere beschouwing geen stand. De winsten groeien harder dan de koersen, de waardering staat al vijf jaar op hetzelfde niveau, de meest gebruikte â??bewijzenâ?• van overwaardering rammelen, en de bedrijfswereld is structureel winstgevender en voorspelbaarder geworden.

De beste momenten om te kopen vallen vaak samen met de grootste twijfel. De muur van angst die elke stijgende markt moet beklimmen, is op dit moment hoog genoeg. Zolang de winsten sterk blijven, de technologie vooruitgaat en de economie stabiel is, is de vraag niet of de beurs te duur is. De vraag is waarom zo veel mensen blijven denken dat dat zo is.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

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