VerDieping | Waarom aandelen verder kunnen stijgen

Beschrijving

Nu op de aandelenmarkt record na record sneuvelt, wordt al snel de vraag gesteld of aandelen nog wel verder kunnen stijgen. Het sentiment is in vele jaren niet zo goed geweest. Het is vergelijkbaar met het sentiment in december 2017 en het sentiment eind jaren negentig. Maar dergelijke euforie wordt vaak gezien als een contra-indicator, wellicht wordt het tijd voor een correctie. Seizoensmatig is mei tot september ook een zwakkere periode op de beurs, de volumes zijn laag en bedrijven kopen minder eigen aandelen op. Verder vallen twee belangrijke impulsen voor de aandelenmarkt weg. De eerste is de factor liquiditeit. Centrale banken en overheden hebben de afgelopen vijftien maanden een enorme hoeveelheid liquiditeit in de economie geÃ¯njecteerd en het is onwaarschijnlijk dat hier nog positieve verrassingen zijn te verwachten. Dat geldt ook voor de economische groei. De afgelopen twaalf maanden zijn de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige economische groei vrijwel voortdurend naar boven bijgesteld. Er is sprake van een bijzonder krachtige groei, maar ook hier zijn geen verdere positieve verrassingen te verwachten.

Gelukkig zijn er ook voldoende factoren die pleiten voor aandelen. Zo loopt de markt dit jaar achter bij de winstherzieningen. Het eerste halfjaar was goed voor de aandelenmarkt, maar nog beter voor de winstverwachtingen. Voor de S&P 500 wordt nu een winstgroei verwacht van 37 procent dit jaar. De laatste keer dat de winstgroei zo hoog uitkwam was in 2010 met een stijging van 38 procent. Verder is er een gebrek aan alternatieven. De rente is de afgelopen maanden weer gedaald en dat biedt weer ruimte voor hogere waarderingen. Ook de kredietopslagen gedragen zich voorbeeldig, ondanks een vlakkere yieldcurve. De meeste correcties op de aandelenmarkt worden voorafgegaan door onrust op de kredietmarkten en wat dat betreft staan alle signalen op groen. En wellicht dat er geen positieve impulsen meer zijn te verwachten op het gebied van de liquiditeit en de economische groei, in beide gevallen is er wel sprake van een uitzonderlijk hoog niveau.

Wat overblijft is de waardering voor aandelen. Nu is waardering vooral een factor die van grote invloed is op het rendement op lange termijn en veel minder op korte termijn. Op korte termijn kunnen markten langere tijd onder- of overgewaardeerd zijn. De meeste mensen kijken naar absolute waarderingsmaatstaven en zien dan dat de markt duur is. Beroemd voorbeeld is de Shiller PE, ook wel de Cycliclal Adjuste PE (CAPE). Toch is het beter om juist op dit moment te kijken naar de relatieve

waardering. Dat doen namelijk grote beleggers ook. Die moeten een afweging maken tussen obligaties en aandelen en voor het eerste in vele jaren zien we dit jaar eindelijk de grote rotatie uit obligaties richting aandelen op gang komen. Deze draai is niet alleen ingegeven door de absurd lage vergoeding op obligaties, maar ook door de relatief aantrekkelijke waardering voor aandelen.

Neem de grootste en duurste aandelenmarkt ter wereld, die van de Verenigde Staten. Daar is nog altijd sprake van een positieve risicopremie van 3,3 procent. Eerder dit jaar was de risicopremie even gedaald tot 2,8 procent, maar door de weer gedaalde rente en de positieve winstbijstellingen is die in snel tempo weer genormaliseerd. Historisch is een risicopremie van 3,3 procent niet hoog, maar zeker te rechtvaardigen, vooral op het moment dat een groot deel van de portefeuille wordt geconfronteerd met negatieve rentes. Gelet op de sterke winstgroei wordt, bij een zijwaartse beweging in de rente en de beurs, de aandelenmarkt bovendien elke dag goedkoper. Buiten de Verenigde Staten liggen risicopremies over het algemeen veel hoger.

De basis voor de risicopremie begint met de rente, de reÃ«le rente wel te verstaan. Die is tegenwoordig negatief op basis van het aanvangsrendement van aan de inflatie gekoppelde obligaties. In theorie zou de reÃ«le rente ongeveer gelijk moeten zijn met de reÃ«le groeivoet van de economie, maar het beleid van de centrale banken is erop gericht om dit gat zo groot mogelijk te houden, waarbij ze aansturen op een reÃ«le rente van minus 2 procent, geholpen door de oplopende inflatie. Centrale banken zullen voor langere tijd zoâ??n negatieve reÃ«le rente nastreven, omdat dit de meest voor de hand liggende oplossing is om de schuldenberg aan te pakken. Het andere deel van de risicopremie begint met het winstrendement op aandelen. Nu is dat in principe niets meer dan het omgekeerde van de koers/winstverhouding. Voor wie meer winststabiliteit wil kan naar dividenden kijken en normaliseren voor kredietopslagen of pay-outs. In plaats van de toekomstige winstverwachtingen kunnen winsten ook geÃ«xtrapoleerd worden op basis van historische winsten en macro-economische groeiverwachtingen, waardoor zaken als winstmarges worden genormaliseerd. Juist die winstmarges zijn historisch hoog als gevolg van enkele meer structurele trends. Producenten gaan steeds vaker direct aan de consument verkopen. Daardoor ontvangen ze een hogere verkoopprijs, terwijl er veel minder reclame hoeft te worden gemaakt. Ook is er dan vaak geen uitverkoop meer. Die ontwikkeling zit niet in de risicopremie verdisconteerd.

De risicopremie wordt ook wel gezien als het verschil in rendement tussen aandelen en obligaties. Historisch voor de Verenigde Staten is dat zoâ??n 4,7 procent. Deze eeuw zien we â?? afgezien van de bekende uitschieters â?? dat de risicopremie in de Verenigde staten schommelt tussen de 3 en de 4,5 procent. Er zijn verschillende argumenten waarom de risicopremie structureel lager zou moeten zijn dan in het verleden. Op lange termijn is de grootste risicofactor voor een belegger in aandelen, een verschil van inzicht tussen de aandeelhouder en het management. In de afgelopen jaren zijn aandelenopties voor het management steeds belangrijker geworden, waardoor de belangen van het management en de aandeelhouder dus parallel zijn gaan lopen. Verder wordt het management ook nog eens gedisciplineerd door de tucht van private equity, de belangrijkste reden waarom Amerikaanse aandelen het sinds de Grote FinanciÃ«le Crisis zo goed hebben gedaan. Feitelijk was het Ã©Ã©n lange periode van balansoptimalisatie waarin CFOâ??s met goedkoop geleend geld massaal eigen aandelen inkochten. Ook de sterke focus op de G van Governance in ESG heeft een positieve invloed op de risicopremie. Verder is van belang dat de boekhouding in het verleden vaak niet het volledige beeld van de onderneming reflecteerde. Daar is na schandalen (Enron, Worldcom etc) veel verbeterd. De kwaliteit van accounting is tegenwoordig structureel beter dan in de vorige eeuw. Een ander argument voor een structureel lagere risicopremie is dat centrale bankiers er alles aan doen om de

economische cyclus af te vlakken. Op het moment dat een recessie dreigt, springen ze massaal in de bres, zoals we vorig jaar hebben gezien. Dit heeft ook een positief en stabiliserend effect op de winstontwikkeling. Centrale bankiers letten ook op een eventuele correctie op de aandelenmarkt. Onder het mom van financiÃ«le stabiliteit, grijpt de centrale bank in wanneer aandelenmarkten dalen. Deze Fed-put is tegenwoordig (dankzij de hoge schuldenberg) sterker dan ooit. Meer financiÃ«le stabiliteit betekent minder onzekerheid en dat vereist wederom een lagere risicopremie. Tot slot zouden beleggers structureel aandelen moeten overwegen op het moment dat de inflatie stijgt en obligaties moeten overwegen op het moment dat er sprake is van deflatie. Het is waarschijnlijk dat we nu in de overgang zitten naar een omgeving met meer inflatie, historisch het moment voor dalende risicopremies. Oplopende inflatie is goed voor de waarderingen, tot het moment dat de inflatie structureel boven de 3 procent uitkomt. Kortom de aandelenmarkt kan stijgen als de risicopremie daalt. Historisch zien we dat in de laatste fase van de bull-markt, dit is de fase waarin koersen verticaal stijgen en er zelfs sprake lijkt van een melt-up. Koersen stijgen dan alleen nog maar omdat de risicopremie daalt. In een zeepbel kan de risicopremie zelfs tijdelijk negatief worden. Zo ver is het nog lang niet. De huidige beursstijging is meer dan volledig te rechtvaardigen door de gestegen winsten, maar de ingrediÃ«nten voor een verdere koersexplosie zijn wel degelijk aanwezig. Zeker nu de grote rotatie uit obligaties richting aandelen pas net op gang is gekomen.

AurÃ©us
Han Dieperink
CCO