Waarom â??te dureâ?? Amerikaanse beurs blijft stijgen

Beschrijving

De Magnificent Seven zijn vandaag â?? ondanks hun stevige rally â?? dramatisch goedkoper dan de â??Fabulous Fourâ?? van 2000. Cisco handelde destijds tegen een k/w van 196, Intel tegen 75, Microsoft tegen 70 en Oracle tegen 150. Vergelijk dat met Apple (31), Microsoft (34) of Google (22) vandaag. Zelfs Nvidiaâ??s P/E van 58 verbleekt bij de waanzin van toen. Wie vandaag de aandelenmarkt vergelijkt met het jaar 2000, mist niet alleen deze waarderingsverschillen, maar ook fundamentele structurele veranderingen die de economie heeft ondergaan.

Structureel hogere waarderingen

De Amerikaanse economie van vandaag is onherkenbaar veranderd ten opzichte van 25 jaar geleden. Waar industriÃ«le giganten zoals General Electric en ExxonMobil ooit de beurs domineerden, zijn het nu technologiebedrijven met compleet andere bedrijfsmodellen die de dienst uitmaken. Deze verschuiving van kapitaalintensieve industrie naar asset-light technologie heeft diepgaande gevolgen voor waarderingen.

Microsoft, Apple en Google draaien met operationele marges van boven de 30 procent, waar traditionele industriÃ«le bedrijven blij zijn met 10 procent. Deze techgiganten hebben nauwelijks fysiek kapitaal nodig om te groeien. Een extra gebruiker van Google Search of een nieuwe abonnee op Microsoft 365 kost vrijwel niets, maar levert wel direct extra omzet op. Deze schaalvoordelen waren ondenkbaar in de oude economie, waar groei grote investeringen in fabrieken en machines vereiste.

Bovendien profiteren moderne platformbedrijven van netwerkeffecten die 25 jaar geleden nauwelijks bestonden. Hoe meer mensen Facebook gebruiken, hoe waardevoller het platform wordt voor alle gebruikers. Deze winner-takes-all dynamiek creÃ«ert monopolistische posities die hogere waarderingen rechtvaardigen. Amazon Web Services, Appleâ??s App Store en Googleâ??s

advertentienetwerk zijn moderne tolpoortjes waar de hele economie doorheen moet.

Het verschil met de dotcom-bubbel

De parallel met 2000 gaat op Ã©Ã©n belangrijk punt mank: winstgevendheid. Tijdens de dotcom-hype handelden bedrijven zonder omzet, laat staan winst, tegen astronomische waarderingen. Pets.com werd gewaardeerd op 300 miljoen dollar maar ging binnen twee jaar failliet. Webvan bereikte een waardering van 1,2 miljard dollar zonder ooit winst te maken.

De Magnificent Seven van vandaag â?? Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Meta en Tesla â?? genereren daarentegen samen meer dan 500 miljard dollar aan jaarwinst. Nvidiaâ??s waardering mag dan hoog zijn met een k/w van 58, maar het bedrijf verdubbelde zijn winst het afgelopen jaar en domineert de markt voor AI-chips volledig. Microsoft groeit nog steeds met dubbele cijfers ondanks een omzet van meer dan 200 miljard dollar per jaar.

Deze bedrijven hebben ook bewezen crises te kunnen doorstaan. Tijdens de COVID-pandemie versterkten ze hun marktposities juist, terwijl traditionele bedrijven worstelden. Hun abonnementsmodellen en software-as-a-service maken winsten voorspelbaarder dan ooit. Een recessie zal Microsoft 365-abonnementen niet massaal doen verdwijnen zoals het de verkoop van autoâ??s of huizen kan decimeren.

De verborgen kansen in de â??oude economieâ??

Maar net zoals tijdens de dotcom-bubbel ligt er ook nu een interessante tweedeling in de markt. Terwijl iedereen naar de Magnificent Seven staart, handelen veel traditionele bedrijven tegen historisch lage waarderingen. De gelijk gewogen S&P 500, waarin elk bedrijf evenveel meetelt, handelt tegen een veel redelijkere k/w van ongeveer 18. Dit suggereert dat buiten de techgiganten om veel bedrijven op aantrekkelijke niveaus noteren.

Banken, nutsbedrijven, industriÃ«le conglomeraten en retailbedrijven zijn uit de gratie geraakt bij beleggers. Maar geschiedenis leert dat juist deze niet geliefde sectoren vaak de beste rendementen opleveren wanneer het sentiment omdraait. Waardering is immers een slechte voorspeller op korte termijn, maar een goede op lange termijn. Het verschil met 2000 is dat de kloof tussen â??nieuweâ?? en â??oudeâ?? economie nu gebaseerd is op fundamentele bedrijfsprestaties, niet op hype.

De nieuwe waarderingsrealiteit accepteren

De structureel lagere rente van de afgelopen vijftien jaar heeft de spelregels permanent veranderd. Zelfs na de recente renteverhogingen ligt het renteniveau historisch laag. Voor pensioenfondsen en verzekeraars die verplicht zijn langetermijnverplichtingen na te komen, zijn aandelen de enige optie om voldoende rendement te genereren. Deze structurele vraag zal waarderingen hoog houden. Ook omdat het aantal beursgenoteerde bedrijven voortdurend krimpt.

Daarnaast heeft de opkomst van passief beleggen een vliegwieleffect gecreÃ«erd. Meer dan de helft van al het geld in Amerikaanse aandelen zit nu in indexfondsen die blind kopen, ongeacht de waardering. Elke maand stroomt er nieuw geld binnen via 401(k)-plannen en pensioenpremies. Deze constante vraag creÃ«ert een nieuwe bodem onder de markt.

De moderne aandelenmarkt is ook transparanter, liquider en toegankelijker dan ooit. Commission-free trading, fractional shares en trading apps hebben de drempel weggenomen. Informatie-asymmetrie is dankzij het internet vrijwel verdwenen. Op het gebied van corporate governance is er een periode voor en na Sarbanes Oxley. Deze factoren rechtvaardigen structureel lagere risicopremies en dus hogere waarderingen.

Focus op bedrijven, niet op waarderingen

De Amerikaanse beurs mag dan volgens sommigen duurder zijn dan tijdens de dotcom-bubbel, de onderliggende economie is fundamenteel sterker. De winstgevendheid is hoger, de bedrijfsmodellen zijn beter, en de marktstructuur is efficiÃ«nter. Dat betekent niet dat er geen correctie kan komen â?? die komt er altijd. Maar het betekent wel dat de oude waarderingsmodellen niet meer werken. Professor Shiller erkent deze verschuiving naar een technologie-gedomineerde economie waardoor historische CAPE-vergelijkingen problematisch zijn. Shiller baseert zich nu meer op Narrative economics, de exces-CAPE-yield (vergelijking met obligaties), sector-specifieke CAPEâ??s en internationale vergelijkingen.

Stop met staren naar k/w-ratioâ??s en focus op bedrijfskwaliteit. Zoek bedrijven met duurzame concurrentievoordelen, sterke marktposities en bewezen management. Of die nu in de â??nieuweâ?? of â??oudeâ?? economie zitten. Want uiteindelijk zijn het niet de waarderingen die rijk maken, maar de bedrijven die jaar na jaar hun winsten weten te laten groeien. De vraag is niet of de markt te duur is. De vraag is welke bedrijven over tien jaar nog steeds dominant zijn. Daar zit het echte rendement, ongeacht wat de waardering vandaag zegt.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

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