

Counterpoint Weekly 1–7 november 2021

Zijn aandelen te duur?

Philipp Schöttler

Cross-Asset Strategist,
Group Chief Investment Office

Patrik Ryff

Strategic Asset Allocation
Strategist

Carolina Moura-Alves

Group Head of Asset
Allocation

Bill Street

Group Chief Investment
Officer

Deze vraag wordt ons regelmatig gesteld wanneer we het hebben over onze huidige tactische aandelenoverweging, die ten koste gaat van obligaties. Dat begrijpen we heel goed. Een groot aantal maatstaven om aandelenwaarderingen te meten is in historisch opzicht hoog. Dat wil echter niet zeggen dat de wereldwijde aandelenmarkten niet kunnen blijven stijgen.

Wat u moet weten

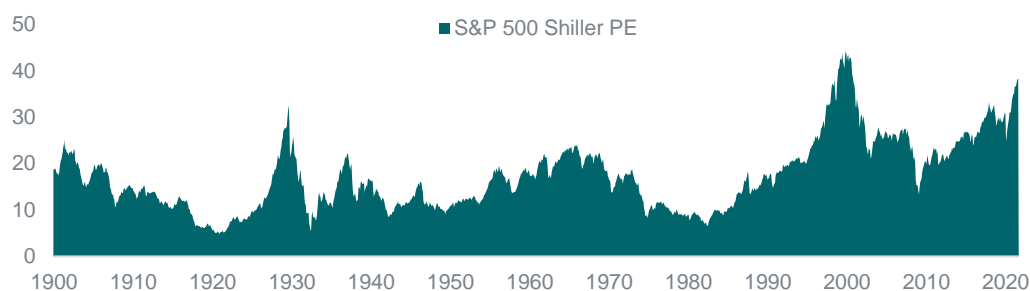
- Voor een groot aantal aandelenmarkten zijn de meest toegepaste waarderingsmethodes, zoals de koerswinst-ratio's, in historisch opzicht hoog, en in sommige gevallen bevinden ze zich bijna op recordhoogtes. Dit zorgt voor twijfel over hun rendementsvooruitzichten.
- Zijn aandelen te duur? Wij vinden van niet. In het verleden waren losstaande aandelenwaarderingen een slechte richtsnoer voor tactische beleggingsbeslissingen. Volgens ons is het belangrijk om waarderingsmethoden in een bredere context te plaatsen om ze te interpreteren.
- Wanneer we rekening houden met het wereldwijde klimaat van lage rente, veranderingen in de sectorsamenstelling en de huidige fase van de conjunctuurcyclus, blijkt dat de waarderingen momenteel geen goede reden zijn om aandelen links te laten liggen. We hebben een tactische overweging in Amerikaanse aandelen, ten koste van laagrentende obligaties.

Veel toegepaste waarderingsmethoden, zoals de koers-winst (KW)-ratio, wijzen uit dat de aandelenmarkten te duur zijn (figuur 1). Er zijn verschillende manieren om aandelenwaarderingen te meten, en een groot aantal van deze statistieken zijn momenteel in historisch opzicht hoog. Er zijn weliswaar belangrijke verschillen tussen regio's, maar de meeste aandelenmarkten lijken vanuit dat perspectief duur (figuur 2).

Losstaande
aandelenwaarderingen
zeggen niet zoveel,
zeker niet over een
kortere tijdspanne
beschouwd

Figuur 1: De voor conjunctuur aangepaste Shiller PE voor Amerikaanse aandelen (sinds 1900)

Deze populaire methode om aandelen te waarderen is in vergelijking met het verleden hoog

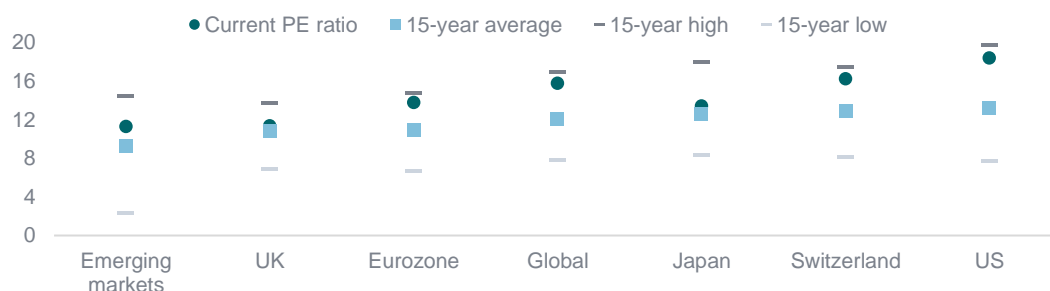


Bron: Robert J. Shiller (www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm)

Opmerking: Op basis van de gemiddelde voor inflatie aangepaste winst over de afgelopen 10 jaar voor de S&P 500

Figuur 2: De koers-winstratio

Op veel regionale aandelenmarkten bevindt de KW-ratio zich aanzienlijk boven zijn historisch gemiddelde



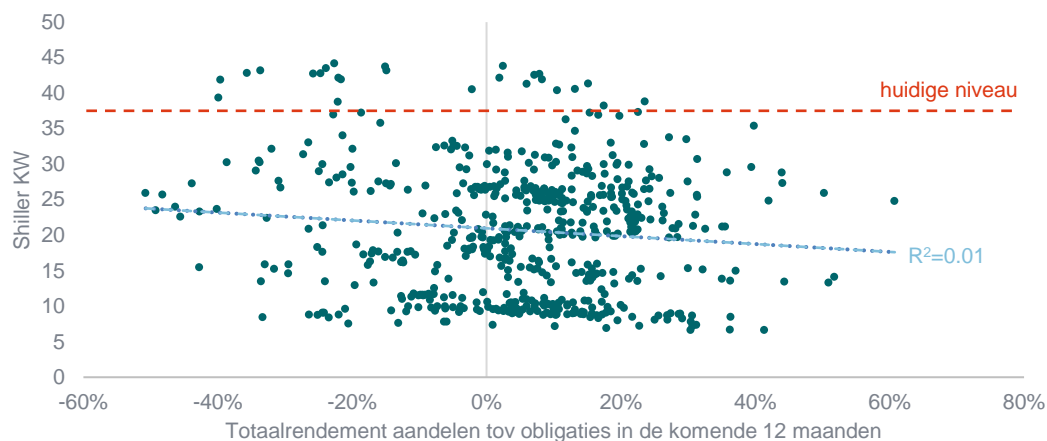
Bron: Quintet, Bloomberg. Opmerking: Op basis van de voorlopende 3-jaars consensus-WPA

Als losstaand gegeven verschaffen waarderingen ons weinig informatie over toekomstig rendement – in ieder geval voor onze tactische horizon van 6 tot 12 maanden. Figuur 3 is een weergave van de voor conjunctuuraangepaste Shiller PE sinds 1973 op de verticale as en het rendement van Amerikaanse aandelen ten opzichte van Amerikaanse staatsobligaties in de daaropvolgende 12 maanden op de horizontale as. Er was geen sprake van een consistent verband. Op waarderingniveau's die vergelijkbaar zijn met de huidige, bedroeg het extrarendement bovenop het marktrendement van aandelen in de daaropvolgende jaren tussen de -40% tot +40%, met ongeveer evenveel negatieve als positieve uitkomsten; niet bepaald een eenduidige projectie. De belangrijkste reden dat we gebruik maken van Shiller KW's is dat het een veelgebruikte maatstaf is met een lange historie aan data. Maar veel alternatieve waarderingmethoden leiden tot vergelijkbare resultaten.

Een van de meest ingrijpende marktontwikkelingen in de afgelopen decennia was de autonome trend van lagere rentes

Figuur 3: Geen duidelijk rendementspatroon

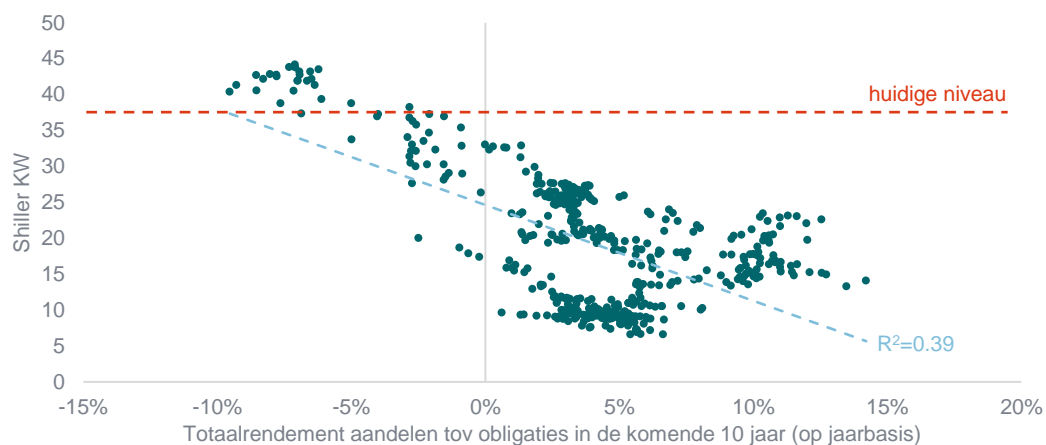
Waarderingsmaatstaven hebben op zich weinig voorspellende waarde voor onze tactische beleggingshorizon (data van 1973–2021)



Bron: Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

Figuur 4: Een duidelijker beeld

Maar over langere periodes is de aandelenwaarderingen van belang (data van 1973–2021)



Bron: Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

Over langere beleggingshorizonten, van bijvoorbeeld 10 jaar, hebben waarderingen een groter voorspellend vermogen (figuur 4). De huidige waarderingen wijzen uit dat het aandelenrendement in het volgende decennium waarschijnlijk lager zal zijn dan gedurende het grootste deel van de afgelopen 50 jaar. Hetzelfde geldt tevens voor de meeste andere beleggingscategorieën, met name voor de vastrentende markten, die ook tegen historisch hoge niveaus worden verhandeld. Maar losstaande aandelenwaarderingen zeggen niet zoveel, zeker niet over een kortere tijdsperiode beschouwd. Volgens ons leidt het onderzoek van slechts één enkel aspect van de markten, zoals de waarderingen in historisch opzicht, tot een onvolledig beeld. Net zoals bij andere indicatoren, is het belangrijk om de waarderingen in een bredere context te plaatsen. Lees verder om meer te weten te komen

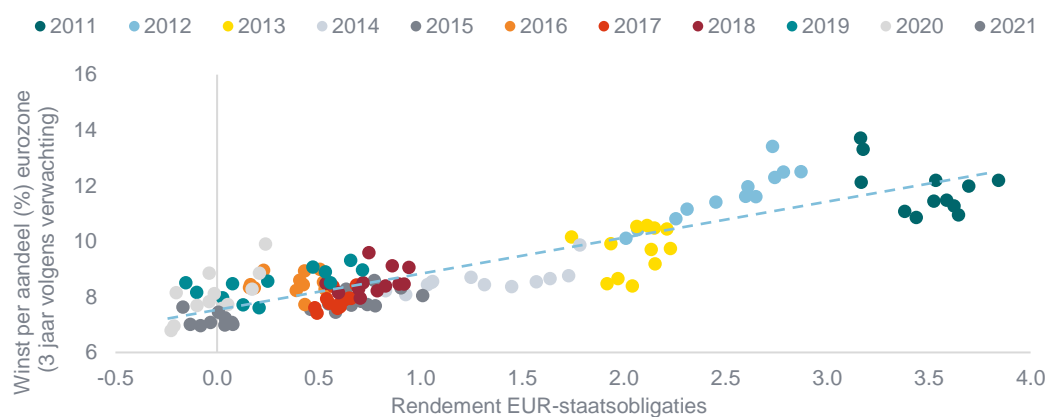
De rente is van belang: alles is relatief

Een van de meest ingrijpende marktontwikkelingen in de afgelopen decennia was de autonome trend van lagere rentes. Figuur 5 geeft weer hoe de dalende rente op staatsobligaties in de eurozone in de afgelopen 10 jaar samenviel met het duurder worden van eurozone-aandelen. (Op

de verticale as wordt de winst per aandeel als percentage van de koers weergegeven, dat is het omgekeerde van de koers-winstratio. Hoe lager het de winst per aandeel ten opzichte van de koers (%), hoe duurder de aandelenmarkt). Het zijn dus niet alleen aandelen die tegen bijna recordhoge waarderingen worden verhandeld. Hetzelfde geldt voor een groot aantal vastrentende beleggingscategorieën. En er zijn goede redenen om aan te nemen dat er sprake is van een rechtstreeks verband.

Figuur 5: Aandelen en obligaties zijn beide duurder geworden

De dalende rente op staatsobligaties in de eurozone in de afgelopen 10 jaar viel samen met het duurder worden van eurozone-aandelen



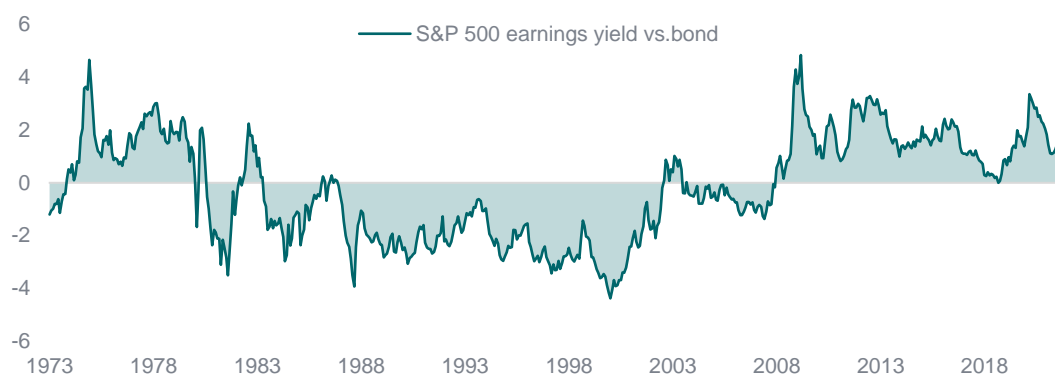
Bron: Quintet, Bloomberg

Opmerking: Winst per aandeel (als percentage van de koers) op basis van de voorlopende 3-jaars consensus-WPA

Wanneer beleggers hun portefeuilles samenstellen, maken ze een afweging van de relatieve aantrekkelijkheid van verschillende beleggingscategorieën. Naarmate de rente daalt, stijgen de obligatiekoersen en wordt de beleggingscategorie in relatief opzicht minder aantrekkelijk. Beleggers herallocceren geld naar aandelen, waardoor de koers wordt opgedreven, tot de relatieve aantrekkelijkheid weer meer in evenwicht is. Momenteel zijn Amerikaanse aandelen in vergelijking met US Treasuries aan de goedkope kant. De winst per aandeel (%) is hoger dan het rendement op 10-jaarsobligaties (figuur 6). Dit is een zeer vereenvoudigde maatstaf en we bevelen deze zeker niet aan om beleggingsbeslissingen op te baseren. Uit figuur 7 blijkt dat een dergelijke relatieve maatstaf een groot voorspellend vermogen heeft voor het bovengemiddelde rendement van aandelen over de daaropvolgende 12 maanden dan het kijken naar de aandelenwaardering als losstaand gegeven.

Door de aanzienlijk lagere rente dan in het verleden, hier 1% in plaats van 4%, neemt de reële waarde van aandelen aanzienlijk toe

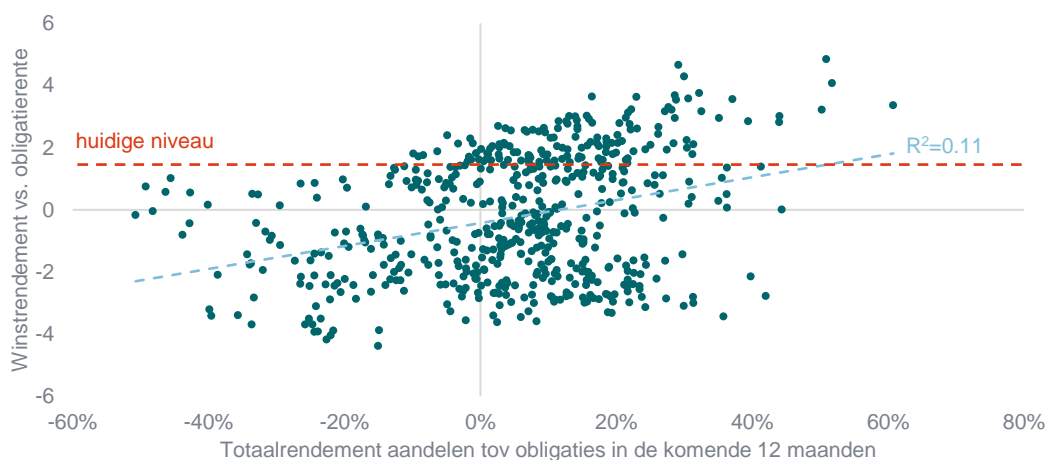
Figuur 6: Vergeleken met obligaties zien aandelen er niet duur uit
S&P 500 winst per aandeel (%) vs obligatierendement



Bron: Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

Figuur 7: Relatieve maatstaven hebben een groot voorspellend vermogen

Het vergelijken van de waarderingen van aandelen met die van obligaties is interessanter dan uitsluitend naar de KW-ratio kijken (data van 1973–2021)



Bron: Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

De tweede belangrijke reden waarom een lagere rente zich zou moeten vertalen in een hogere aandelenwaardering is het belang van de discontovoet (zie tekstbox 'Het belang van de discontovoet').

Het belang van de discontovoet

De essentie van een aandeel is dat het de eigenaar ervan recht geeft op de toekomstige winst van het betreffende bedrijf. Om een reëel bedrag aan dit recht te kunnen koppelen, moet een belegger kunnen inschatten wat de verwachte bedrijfswinst vandaag de dag waard is. Om deze huidige waarde te schatten, verdisconteren we de verwachte toekomstige winst met de verwachte rente. In dit zeer vereenvoudigde model kan de reële waarde van een bedrijf om twee redenen toenemen: 1) hogere verwachte winstgroei, of 2) een lager discontovoet.

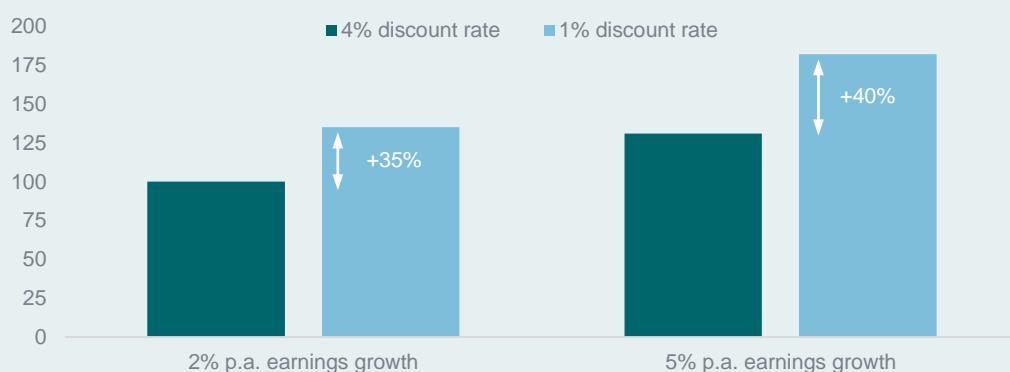
Zoals figuur 8 weergeeft, neemt door de aanzienlijk lagere rente dan vroeger, hier 1% in plaats van 4%, de reële waarde van aandelen aanzienlijk toe. Het effect is groter naarmate de

Sectorverschuivingen zijn van belang omdat verschillende sectoren over het algemeen tegen verschillende gemiddelde waarderingen worden verhandeld

verwachte winstgroei hoger is (naarmate er in de toekomst meer winst wordt gegenereerd, wanneer de discontovoet er het meest toe doet).

Figuur 8: Berekening van de reële waarde

Huidige waarde van verdisconteerde winst (op basis van een tijdshorizon van 20 jaar)



Bron: Quintet

Stijgende rentes zouden een ernstige bedreiging vormen voor het aandelenrendement. Ons vooruitzicht voor de belangrijkste rentetarieven van de grote centrale banken is dat deze de komende twee jaar zeer laag zullen blijven en dat de langere obligatierente slechts licht zal stijgen, wanneer de Amerikaanse Federal Reserve en de ECB hun obligatieopkoopprogramma binnenkort zouden gaan afbouwen. Volgens ons vormt dit geen onmiddellijk risico, maar het moet nauwlettend worden gevolgd.

De sectorsamenstelling is van belang: appels met appels vergelijken

Wanneer we de huidige aandelenwaarderingen vergelijken met die in het verleden, moeten we ervoor zorgen dat we appels met appels vergelijken. De markt van vandaag is niet dezelfde als die van gisteren. De samenstelling van aandelenindexen verandert in de loop der tijd. Sommige sectoren worden belangrijker, terwijl andere sectoren krimpen.

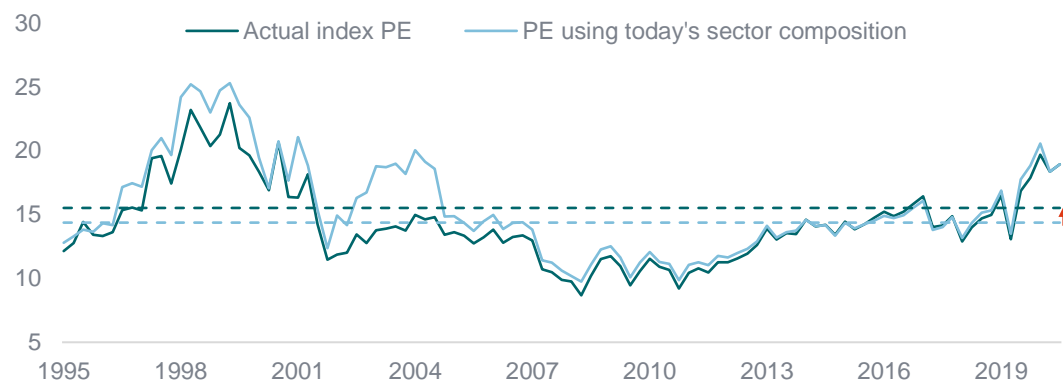
In de eerste 10 jaar van deze eeuw bedroeg de gecombineerde gewicht van de sectoren IT en communicatie in de belangrijkste Amerikaanse aandelenindexen ongeveer 20%. Inmiddels is dit tot 40% verdubbeld. Ondertussen is de gewicht van grondstoffengerelateerde en financiële sectoren aanzienlijk gedaald. Deze sectorverschuivingen waren vooral merkbaar bij de Amerikaanse aandelen (die momenteel goed zijn voor 60% van de wereldwijde aandelenmarkt).

Sectorverschuivingen zijn van belang omdat verschillende sectoren over het algemeen tegen verschillende gemiddelde waarderingen worden verhandeld. Bedrijven die naar verwachting een hogere winstgroei creëren, worden over het algemeen verhandeld tegen hogere KW-ratio's dan de bredere markt. De gemiddelde KW-ratio van IT- en communicatiebedrijven bedroeg sinds 1995 bijvoorbeeld 16 tot 17x. Voor financials en energie- en materialenbedrijven bedroeg dit 11 tot 14x. Eenvoudig gezegd betekent dit dat beleggers over het algemeen bereid zijn om voor snelgroeiende en innovatieve bedrijven hogere (relatieve) prijzen te betalen dan voor bedrijven die zich in de latere fases van de productcyclus of in verzadigde markten bevinden.

Figuur 9 geeft weer dat de gemiddelde KW-ratio bij de huidige sectorweginen voor de Amerikaanse aandelenmarkt sinds 1995 1,2x hoger zou zijn geweest.

Figuur 9: De huidige marktomstandigheden in vergelijking met het verleden

Bij de huidige sectorsamenstelling van de Amerikaanse aandelenindex zou de KW hoger zijn geweest dan in het verleden



Bron: Quintet, Bloomberg

Opmerking: KW op basis van de voorlopende 3-jaars consensus- winst per aandeel

De conjunctuurfase is ook van belang: de waardering is niet het enige dat telt

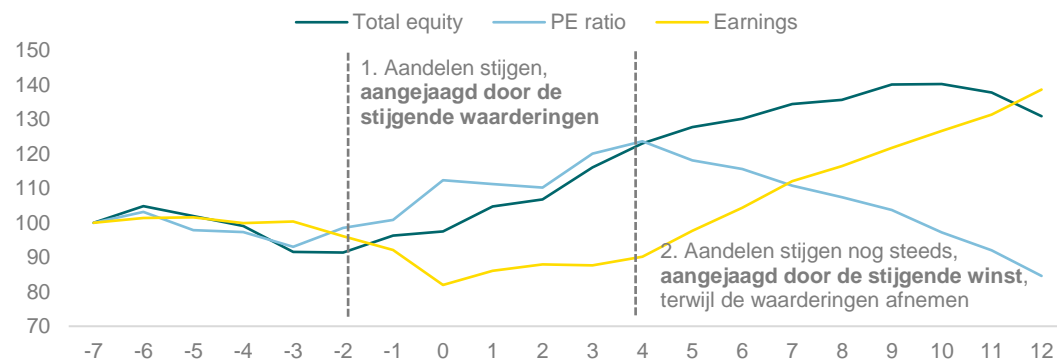
Het is belangrijk om te erkennen dat aantrekkelijk aandelenrendement kan worden gegenereerd door stijgende waarderingen of door stijgende bedrijfswinsten (of door een combinatie van beide). In het verleden was er gedurende aandelenmarktenstijgingen sprake van een patroon in de wisselwerking tussen deze twee factoren. Wanneer we naar de laatste vijf Amerikaanse winstrecessies kijken, kunnen we de daaropvolgende aandelenrally in twee fases verdelen (figuur 10):

- Eerste fase: terwijl de bedrijfswinsten afnemen en de economie zich nog steeds in een recessie bevindt, anticiperen beleggers op de ommekeer. De aandelenkoersen beginnen snel te stijgen, aangejaagd door een forse stijging van de KW-ratio.
- Tweede fase: op een gegeven moment bodemt de winstdaling uit en begint de winstgroei. Ten slotte neemt de winstgroei het over als de belangrijkste aanjager. De aandelenkoersen blijven stijgen, terwijl de KW-ratio begint af te nemen (omdat de winstcijfers sneller stijgen dan de aandelenkoersen).

In historisch opzicht is waardering op zich geen bijzonder bruikbaar richtsnoer geweest voor beleggingsbeslissingen in de daaropvolgende 6 tot 12 maanden.

Figuur 10: Aandelen kunnen tegelijkertijd stijgen en goedkoper worden

Wanneer we naar de laatste vijf Amerikaanse winstrecessies kijken, kunnen we de daaropvolgende aandelenrally in twee fases verdelen



Bron: Quintet, Bloomberg

Opmerking: De grafiek is een weergave van het gemiddelde van de laatste vijf Amerikaanse winstrecessies, waarbij t=0 het winstdal weergeeft (op basis van kwartaalcijfers).

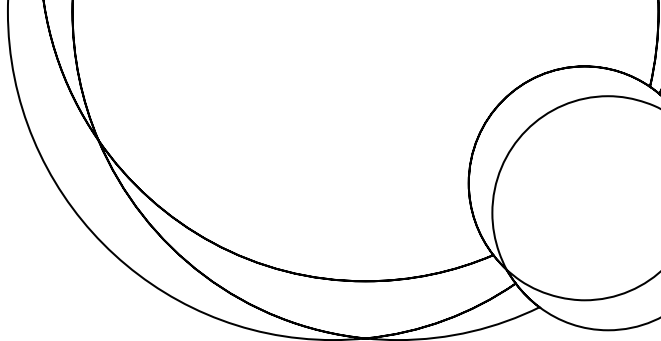
Er zijn twee belangrijke dingen die u moet weten. In de eerste plaats is het gebruikelijk dat er na de eerste herstelfase sprake is van hoge aandelenwaarderingen; wij zijn van mening dat we ons momenteel ongeveer in deze fase van de cyclus bevinden. In de tweede plaats is het voor een aantrekkelijk aandelenrendement niet nodig dat de waarderingen blijven toenemen. Wereldwijd is de KW-ratio sinds het begin van het jaar momenteel ongeveer ongewijzigd gebleven, terwijl de wereldwijde aandelenmarkten meer dan 15% zijn gestegen.

Zijn aandelen te duur?

Wij vinden van niet. Voor ons zijn de huidige waarderingen geen reden om aandelen links te laten liggen. Winst nemen en een aantrekkelijker instapmoment afwachten lijkt misschien aantrekkelijk, maar in historisch opzicht is waardering alleen geen erg nuttig richtsnoer geweest voor beleggingsbeslissingen in de daaropvolgende 6 tot 12 maanden. Wanneer we de huidige aandelenwaarderingen in hun context plaatsen, ontstaat er een duidelijker beeld.

Aandelenwaarderingen hebben zeker enig nut. Waardering is een van de vele marktfactoren die in ons tactische beleggingskader worden meegewogen. Voor onze huidige overweging van Amerikaanse aandelen ten opzichte van investmentgrade-obligaties, zijn in deze fase van de conjunctuurcyclus de winstcijfers en het koersmomentum zwaarder wegende factoren ter ondersteuning van de positie. Bovendien zijn de macro-economische omstandigheden ondersteunende factoren voor de aandelenmarkten.

En last but not least, kwalitatief hoogwaardige obligaties, die we momenteel onderwegen ten gunste van aandelen, worden eveneens tegen historisch hoge waarderingen verhandeld. We hebben ook de rentevergoeding op bedrijfsobligaties als alternatieve bron van rendement aan onze tactische mix toegevoegd, en in het kader van onze algehele tactische positionering houden we bij elke positie rekening met de spreidingskenmerken.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (1 november 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.