

ING Investment Office

Publicatiedatum: 25 juni 2014

Marktcommentaar

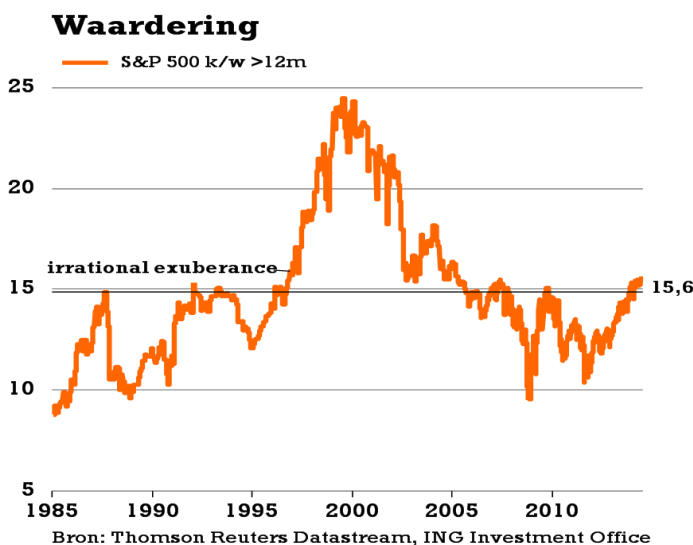
Aandelen: duur of niet?

Door Simon Wiersma, Investment Manager van het ING Investment Office

De laatste tijd krijgen we veel vragen over de waardering van aandelen. Dat is natuurlijk niet vreemd. Sinds het dieptepunt van de financiële crisis in maart 2009 zijn de aandelenkoersen immers sterk gestegen. De MSCI World All Country index staat (slot 19 juni) op de hoogste stand ooit, net als veel andere aandelenindices. Zijn de koersen van aandelen te ver opgelopen en moeten we ons opmaken voor een correctie? Of zijn aandelen nog helemaal niet duur? In deze publicatie leest u onze visie.

Twijfel over aandelenrally

Een veel gehoorde verklaring voor de opgestuwde aandelenkoersen zijn de massale liquiditeitsinjecties door de Centrale Banken. Dit is voor velen ook de reden om niet mee te doen aan een van de 'meest gehate' aandelenrally's van de afgelopen jaren. Twijfelaars klagen dat de koersstijgingen niet zijn gedreven door fundamentele verbeteringen maar vooral door de zoektocht naar rendement. Op basis van de economische ontwikkeling is een veel gematigdere prestatie gerechtvaardigd. Steeds vaker zien we daarom plaatjes met waarderingen die overeenkomen met die van eind 1996 toen voormalig FED president Allan Greenspan zijn 'irrational exuberance' (overdreven waardering) woorden uitsprak in een speech. Hij doelde daarmee op de opgelopen koersen en waardering van aandelen die mogelijk ten einde zou kunnen komen. Niets bleek minder waar: aandelenbeurzen stegen nog veel verder door. De zeepbel barstte uiteindelijk pas begin 2000.



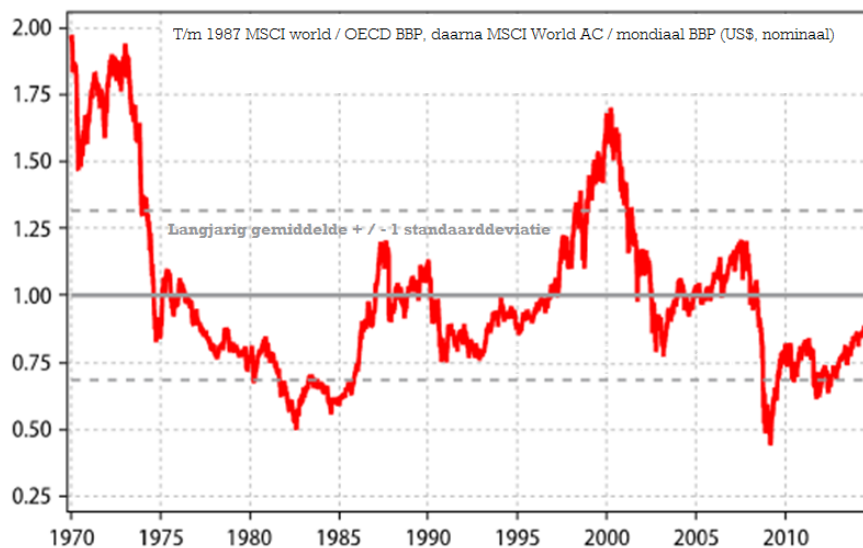
Wat is de juiste waardering?

Al zolang er aandelen bestaan zijn er verschillende meningen over de juiste manier van waarderen. Helaas is er nog steeds geen standaard afgesproken. Moeten we bijvoorbeeld de koerswinstverhouding nemen? En zo ja, welke winstcijfers gebruiken we dan? Of misschien is de prijs gedeeld door de boekwaarde een betere manier. Of is toch een heel andere manier misschien beter? Wat is de invloed van inflatie en rentes? En hoe gaan we om met de steeds verdergaande globalisering en internationalisering van winsten en omzetten als we nationale aandelenindices waarderen?

Terug naar de basis

In plaats van de juiste antwoorden te vinden op al deze vragen, gaan we terug naar de basis. Hiervoor nemen we aan dat er een verband bestaat tussen de ontwikkeling van de mondiale economische groei en de ontwikkeling van de aandelenmarkten. Aandelenbeleggers zouden moeten kunnen verwachten dat de wereldwijde aandelenmarkten ongeveer gelijke tred houden met de groei van de mondiale economie. Hier bovenop kunnen ze dan ook nog een compensatie verwachten voor het extra risico dat ze nemen (de risicopremie). Als we er vanuit gaan dat de risicopremie voor aandelen ongeveer gelijk is aan het dividendrendement, dan zou de verwachte koersontwikkeling van aandelen (dus niet het totale rendement) ongeveer gelijk moeten zijn aan de groei van het nominale wereldwijde BBP.

Gerelateerd aan het nominale BBP ligt de waardering van aandelen beneden het langjarig gemiddelde



Bron: Gavekal Data / Macrobond

In bovenstaande grafiek is de koerswinstverhouding voor de hele wereld berekend. Hieruit blijkt dat de huidige waardering zo'n 13% lager is dan het gemiddelde over de periode. Ook al weten we dat het verleden niet veel zegt over de toekomst, is het wel aardig om eens een vergelijking te maken met oktober 1987. Vlak voor de crash op de aandelenmarkt was de waardering toen 40% hoger dan nu. En in juni 1998 - vlak voor de Aziëcrisis - was de waardering 55% hoger. Uit de grafiek valt ook af te lezen dat de schok in de aandelenwaardering van 2007/2008 ongeveer gelijk is aan die van 1973/1974. De waardering van aandelen ging in beide gevallen binnen 2 jaar van overwaardering naar onderwaardering. Sinds 2008 blijven ze onder het gemiddelde.

In de 10-jaarsperiode van halverwege de jaren '70 tot '80 werden aandelenwaarderingen gedrukt door een combinatie van hoge inflatie (de oliecrisis) en oplopende werkloosheid. Op dit moment is het vooral de angst voor schuldvermindering door consumenten, bedrijven (financiële instellingen) en overheden die de waardering laag houdt. Maar in vergelijking met eind jaren '70 zijn er grote verschillen. Zo bevinden de winsten van westerse bedrijven zich op recordniveaus en zijn een aantal grote opkomende markten meer volwassen geworden.

Wat verwachten we?

Als we ervan uit gaan dat de nominale wereldwijde groei (inclusief inflatie) de komende jaren ongeveer 5% zal zijn, en dat de waardering in 2018 terug gaat naar het gemiddelde, dan stijgen wereldwijde aandelen de komende vier jaar 8,7% per jaar. Dus in plaats van dat aandelen duur zijn geworden door 'kunstmatige' ingrepen van Centrale Banken, kun je stellen dat ze sinds 2007 zijn achtergebleven ten opzichte van de wereldwijde economische groei. Als er iets zou moeten corrigeren is het misschien de verdeling van de regionale winsten. Tot nu toe zijn er vooral koerswinsten geboekt in de VS maar blijft de rest van de wereld sterk achter. Maar met een ECB en een Bank of Japan die een sterk stimulerend beleid blijven voeren en iets meer stabiliteit in de opkomende markten kan de aandelenrally nog wel eens breder gedragen gaan worden.

Meer weten?

Ga naar ING.nl/beleggen

Of volg ons op Twitter via [@INGnl_IO](https://twitter.com/INGnl_IO)



Disclaimer

Deze publicatie is opgesteld namens ING Bank N.V., gevestigd te Amsterdam en slechts bedoeld ter informatie. ING Bank N.V. is onderdeel van ING Groep N.V. Deze publicatie is geen beleggingsaanbeveling noch een aanbieding of uitnodiging tot koop of verkoop van enig financieel instrument. ING Bank N.V. betreft haar informatie van betrouwbaar geachte bronnen en heeft alle mogelijk zorg betracht om er voor te zorgen dat ten tijde van de publicatie de informatie waarop zij haar visie in dit rapport heeft gebaseerd niet onjuist of misleidend is. ING Bank N.V. geeft geen garantie dat de door haar gebruikte informatie accuraat of compleet is. De informatie in deze publicatie kan gewijzigd worden zonder enige vorm van aankondiging. ING Bank N.V. noch één of meer van haar directeuren of werknemers aanvaardt enige aansprakelijkheid voor enig direct of indirect verlies of schade voortkomend uit het gebruik van (de inhoud van) deze publicatie alsmede voor druk- en zetfouten in deze publicatie. Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Overneming van gegevens uit deze publicatie is toegestaan, mits de bron wordt vermeld. In Nederland is ING Bank N.V. geregistreerd bij en staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank en de Autoriteit Financiële Markten.