

Superioriteit aandelen wordt overschat

Dirk de Jong, zelfstandig adviseur voor financiële instellingen (reacties op deze bijdragen kunnen worden gericht aan midi@dirkdejong.nl)

Het totale rendement van aandelen overtreft dat van obligaties op de langere termijn aanzienlijk, maar de vraag hoe betrouwbaar het verleden is, krijgt nauwelijks aandacht. In deze bijdrage wordt een antwoord op deze vraag gegeven. Daarnaast komt de vraag aan de orde wat van de toekomst verwacht mag worden als niet de historische lijnen worden doorgetrokken.

Op dit moment verwachten pensioenfondsen in de VS van aandelen een totale opbrengst van ruim 8% en van (staats)obligaties van rond de 4%. In Nederland wordt, afgeremd door de toezichhouders, van aandelen een extra rendement van aandelen van 3% verwacht. In de wandelgangen gaat men er overigens vanuit dat hogere percentages gerealiseerd zullen worden. De verwachtingen liggen daarmee niet ver van het tussen 1900 en 2003 gerealiseerde extra rendement (VS 4,6 en Ned 3,8 %).

Verleden

Aandelen bewijzen hun kracht op de langere termijn en het is dus begrijpelijk dat historische cijfers worden gebruikt om verwachtingen voor de toekomst te onderbouwen. Zeker ook met dank aan "Triumph of the Optimists" van Dimson, Marsh en Staunton (Princeton University Press 2002) zijn er nu voor veel markten reeksen beschikbaar die tot 1900 terug gaan. Het impliciete argument is: hoe langer de reeks met hoe meer overtuiging geëxtrapoleerd mag worden. Hierbij wordt echter voorbij gegaan aan de volgende kanttekeningen die bij deze lange reeksen gemaakt moeten worden.

In de eerste plaats zijn dergelijke reeksen alleen maar beschikbaar van markten die de gehele periode bestaan hebben. De geschiedenis laat zien dat dit lang niet alle markten zijn. Markten die in 1900 samen ongeveer 10% van de totale marktkapitalisatie voor hun rekening namen hebben de finish niet gehaald. Het betreft hier ondermeer markten in Oost-Europa en Zuid Amerika.

Verder is het rendement van obligaties veel lager geweest dan voor de toekomst minimaal verlangd wordt. Zo lag in Nederland tussen 1900 en 2003 het jaarlijkse rendement van obligaties slechts 1,2% boven de inflatie (in de VS 1,9%). Voor de toekomst wordt doorgaans een rendement van 2,5% boven de inflatie verlangd. De te lage performance van obligaties in het verleden heeft de outperformance van aandelen voor Nederland met 1,3% en in de VS met 0,6% verhoogd.

Dan wordt er bij het vaststellen van de totale opbrengst van aandelen van uitgegaan dat de dividenden volledig en onmiddellijk worden herbelegd. Voor de individuele belegger is dit een haalbare strategie, maar voor het collectief van de beleggers niet. Immers alle beleggers samen bezitten op ieder moment de gehele markt en het collectief kan het dividend dus niet herbeleggen. Voor het collectief is maximaal haalbaar de ontwikkeling van de totale marktkapitalisatie plus een lager rendement op de ontvangen dividenden. Dit reduceert het rendement met ongeveer 0,5 %.

Tenslotte is het zo dat in het begin van de 19e eeuw aandelen niet werden gezien als een papier met waardepotentieel. Beleggers redeneerden heel simpel: buy low and sell high en profiteer ondertussen van het hoge dividend rendement. Beleggers vertrouwden ondernemingen niet al te veel en verlangden een hoog vast dividend en hoopten dat de aandelen hun waarde niet zouden verliezen. Aandelen waren doorgaans ook preferent. In 1900 was het divi-

dend rendement 4% en de lange rente 2%, een beter beginjaar is haast niet denkbaar.

Duidelijk is dat van de gerealiseerde outperformance (in NL 3,8 en in de VS 4,6%) een flink stuk te danken is geweest aan toevalligheden (survivorship bias, rerating van aandelen, te lage performance obligaties) of puur praktisch niet haalbaar is (herbelegging-fictie). Voor dit alles corrigeren, reduceert het extra rendement tot rond de 2,5%

Toekomst

Als simpelweg extrapoleren dus niet mag, wint de vraag aan belang wat reële verwachtingen voor de toekomst zijn (op een termijn van 30 jaar en langer en voor aandelen wereldwijd). Op een dergelijke termijn is de ontwikkeling van de winst bijna alles bepalend. Alleen het waarderingniveau op het beginpunt is nog van belang. Op dat punt in de toekomst zal de waardering van aandelen ten opzichte van andere beleggingsklassen, gegeven de winstgroei, vast te houden (sustainable) moeten zijn. In die evenwichtsituatie zullen ook de Return On Invested Capital (ROIC) en the Cost of Capital (WACC) aan elkaar gelijk zijn.

In de financiële wereld bestaat overeenstemming over het feit dat binnen het GDP de winstquote op de lange termijn constant is en dus dat de groei van winst en GDP aan elkaar gelijk zijn. GDP groei heeft twee componenten: productiviteit en bevolkingsgroei. De toename van de productiviteit ligt historisch tussen de 1,6 en 1,9% en dat lijkt ook voor de toekomst het maximaal haalbare. De bevolkingsgroei daalt en zal wereldwijd de komende decennia nog maar net boven de 1% liggen (in de OECD landen 0,5%). Dit betekent voor de lange termijn een (reële) groei van het wereldwijde GDP en van de totale winst van ergens in de buurt van de 3%.

Een punt van zorg voor wat betreft deze 3% is dat de winstgroei van beursgenoteerde ondernemingen in de VS in de 20e eeuw ongeveer 1,5 % is geweest en daarmee ver is achtergebleven bij de groei van het reële GDP van 3,3 %. Mogelijke verklaringen zijn dat de winst is afgeroomd door oprichters en werknemers (winstbonussen), het rendement op de ingehouden winst laag was of dat de hardste groeiers niet beursgenoteerd zijn. Op basis van deze cijfers zou het verdedigbaar zijn om als uitgangspunt een lager cijfer dan 3% te nemen.

Uitgaande van de 3% laten waardingsmodellen zien dat bij een dergelijke (reële) winstgroei een koers/winstverhouding van 20 vast te houden is. De hierbij behorende outperformance is 2,5%. Aangezien de koers/winstverhouding (van de wereld) zich nu vlak bij de 20 bevindt, is gegeven dit model, de markt nu fair geprijsd. Dit betekent dat vanaf het huidige niveau de outperformance van aandelen ten opzichte van (10-jarige obligaties) op 2,5% per jaar zal uitkomen. Niet toevallig evenveel als het geschoonde cijfer voor de afgelopen 100 jaar, maar wel veel minder dan de markt verwacht.

Tot slot. Bij dergelijke rendementen (en bij de huidige dividend payout ratio) is de duration van aandelen rond de 50. Een extrapolatie van de huidige yieldcurve van (bedrijfs)obligaties naar diezelfde 50 komt uit op een reël rendement van eveneens 5%! Dit leidt tot de volgende prikkelende gedachte: is het extra rendement niet uitsluitend het resultaat van de langere looptijd en zou het dus niet beter zijn om aandelen te beschouwen als zeer hoge duration effecten in plaats van een totaal andere asset klasse?