

Zicht op de economie

W.C. Boeschoten*

Samenvatting

Dit artikel geeft zicht op twee aspecten van de aandelenmarkt. Hoewel de aandelenmarkt doorgaans een goede voorspeller van de conjunctuur is, kan daar niet op systematische wijze gebruik van worden gemaakt omdat de beursindex ook regelmatig valse signalen afgeeft. Wat betreft het voor de lange termijn verwachte gemiddelde aandelenrendement komen de twee hier beproefde benaderingswijzen beide tot een percentage van 7% per jaar. Dit is hoopgevend voor toekomstig gepensioneerden, met dien verstande dat de kans dat dit percentage lager uitvalt waarschijnlijk groter is dan dat het hoger uitvalt.

Trefwoorden: conjunctuurindicator, aandelenmarkt.

De behoefte aan zicht op de economie is groot en dat zicht dient liefst zo actueel, en zo ver en exact mogelijk vooruit te zijn. Zo gaat het verhaal dat Alan Greenspan, van 1987 tot 2006, voorzitter van de Federal Reserve, zich dagelijks liet informeren over het scheepverkeer in de New Yorkse haven, als indicator voor de Amerikaanse conjunctuur. Achteraf bezien kan men zich overigens afvragen of hij zich in zijn beleid niet te veel op de korte termijn en de daaraan gerelateerde belangen van Wall Street heeft gericht.¹

1 De aandelenmarkt als conjunctuurindicator

Een belangrijke, maar ook verraderlijke indicator van de toekomstige ontwikkeling van de economie is de aandelenbeurs. Over het algemeen blijkt die zo'n half jaar vooruit te lopen op de ontwikkeling van de economie, maar er zijn momenten waarop die wetmatigheid ruw wordt doorbroken.

Een eerste voorbeeld daarvan is de beurskrach van oktober 1987. Binnen enkele dagen tuimelden de aandelenkoersen wereldwijd met bijna 20%, mede als gevolg van automatische verkoopprogramma's. Maar de koersval was achteraf bezien geenszins een voorbode van een terugvallende economie. Hoewel de aandelenbeurs ruim een jaar nodig had om van de schrik te bekomen, groeide de wereldeconomie in 1988 4,7% tegen 4,1% het jaar ervoor.

Een ander voorbeeld is de in 2000 geïmplodeerde internetbubbel. De daaraan voorafgaande sterke koersstijging was veel meer het gevolg van een door het lage-rentebeleid gevoede 'irrational exuberance', dan een voorbode van bijzonder gunstige economische ontwikkelingen.² In plaats van conjunctuurindicator was de aandelenmarkt een autonome factor die de jaren daarna de economie negatief zou beïnvloeden.

1 Men zie onder meer de, ook wat betreft de integriteit en geloofwaardigheid van een deel van de academische wereld ontluisterende, film *Inside Job*, van Charles H. Ferguson (2010), over het ontstaan en de gevolgen van de kredietcrisis in 2008.

2 Er is ook een stroming die de lage rente van de VS in die jaren als onvermijdelijk gevolg ziet van het grote aanbod van buitenlands kapitaal vanuit met name China. Zie bijv. Bernanke (2005).

Geen 10 jaar later deed zich een nog veel pregnanter voorbeeld van de grillige voorspelkracht van de aandelenmarkt voor. Als gevolg van extreem lage rentes en een te ver doorgesloten financiële deregulering waren de aandelenkoersen tot ongekende hoogtes gestegen.³ De scherpe daling van de aandelenbeurzen met meer dan 40% en de noodzaak tot afbouw van de enorme 'leverage' hebben daarna vergaande economische consequenties gehad, die gegeven de ervaringen van soortgelijke crises in het verleden, nog lang voelbaar zullen zijn.⁴ Wederom bleek de aandelenmarkt geen betrouwbare voorspeller, maar een niet te onderschatten autonome factor.

Het is dan ook niet voor niets dat reeds een paar jaar na de lancering van de conjunctuurindicator van De Nederlandsche Bank ervan werd afgezien om de aandelenbeurs langer als één van de voorspellende factoren op te nemen, hoe gebruikelijk dat bij door andere instellingen, zoals de OESO, gebruikte conjunctuurindicatoren ook was.⁵

2 De toekomstige ontwikkeling van de aandelenmarkt

Vanuit het gezichtspunt van de econoom, en zeker ook van de belegger en toekomstig gepensioneerde, is zicht op de toekomstige ontwikkeling van de aandelenmarkt wellicht nog relevanter dan de voorspelkracht ervan.

Een vraag daarbij is in hoeverre de rendementen die we in het verleden hebben gezien nog representatief zijn voor de toekomst. Er waren zeker perioden waarin de aandelenmarkten tanende waren, zoals in de jaren tachtig, toen Frank den Butter en de auteur dezes beiden op De Nederlandsche Bank werkzaam waren, maar gemiddeld rendeerden aandelen sinds 1900 wereldwijd jaarlijks 5,4% reëel en 8,7% nominaal.⁶ In hoeverre gelden dergelijke rendementen ook voor de toekomst? Er zijn grofweg twee benaderingen om hierop antwoord te geven.

De dividenden-benadering

Bij de eerste benadering is het verwachte jaarlijkse rendement op aandelen gelijk aan dividendrendement plus winstgroei plus inflatie. De winstgroei wordt gelijk gesteld aan de economische groei. De benadering gaat uit van een constante 'pay out ratio' en neemt aan dat inflatie uiteindelijk volledig in de rendementen tot uiting komt. Voor een reële vermogenstitel lijkt dit een zinvolle veronderstelling, maar in werkelijkheid is dit, zeker op de korte termijn, niet volledig het geval. Ook blijkt de winst per aandeel geen gelijke tred te houden met de economische groei. Maar als men abstraheert van deze kanttekeningen dan resulteert, uitgaande van een economische groei van, zeg, 2%, en een dividendrendement van 3% (het gemiddelde van de huidige 4% in Europa en 2% in de Verenigde Staten) en een inflatie van 2% een aandelenrendement van 7% per jaar.

Een onzekere factor daarbij is, afgezien van de hoogte van de inflatie, de verwachte economische groei, grofweg de resultante van de groei van beroepsbevolking en arbeidsproductiviteit. Beide zijn onzeker, de groei van de beroepsbevolking vanwege de onzekerheid over onder meer vergrijzing, geboortes en immigratie, en de groei van de

3 De mede door inkomenspolitieke overwegingen gedreven deregulering op de Amerikaanse huizenmarkt, waar de financiële crisis uiteindelijk zijn oorsprong vond, heeft daarbij een belangrijke rol gespeeld; zie bijv. Rajan (2010).

4 Vgl. Reinhart en Rogoff (2009);

5 Zie bijv. Bikker en Fase (1985) en Bikker en De Haan (1988).

6 Zie Dimson et al (2001 en 2012).

arbeidsproductiviteit door twijfels ten aanzien van de representativiteit van het meer recente verleden voor de toekomst. Zo concludeert Gordon (2012) op grond van zijn analyse van innovatierevoluties in de Verenigde Staten, dat de historische productiviteitsgroei niet kan worden doorgetrokken en beduidend lager zal gaan uitvallen. Voor de per capita groei valt daarenboven, afgezien van de vergrijzing, tegenwind te verwachten van de ontwikkelingen met betrekking tot opleiding, ongelijkheid, globalisering, energie en milieu en de enorme consumenten- en overheidsschuld.

Aan de andere kant is het de vraag of men, zeker naarmate de globalisering voortschrijdt, niet deels ook moet uitgaan van de groei van de wereldeconomie, in plaats van die van de ontwikkelde economieën, waar overigens nog altijd meer dan 85% van de aandelenwaarde is genoteerd. Zo realiseren ondernemingen uit de Verenigde Staten en Europa inmiddels naar schatting 16% respectievelijk 25% van hun inkomsten in de opkomende markten.⁷ De economische wereldgroei zal naar verwachting eerder ergens tussen 3% en 4% liggen. Het voert te ver om die bij de berekening van de winstgroei ten volle mee te nemen, maar het ten dele meenemen van die groei zal in ieder geval een opwaarts effect hebben op het verwachte aandelenrendement.

De aandelenrisico-benadering

De tweede benadering gaat uit van het feit dat het rendement op aandelen gemiddeld genomen boven het rendement op obligaties zou moeten liggen, ter compensatie van het hogere risico. Over de afgelopen 110 jaar bedroeg deze aandelenrisicopremie bovenop het rendement op kort en lang overheidspapier wereldwijd gemiddeld 4,4 respectievelijk 3,5 procentpunten. De onzekerheid over de hoogte van deze premie is groot en heeft, mede vanwege het grote belang ervan, de afgelopen decennia tot zeer uitgebreide discussies en analyses geleid, zonder dat deze een eenduidige conclusie hebben opgeleverd.⁸ Op grond van de analyses van Dimson et al (2012) lijkt een premie van 3% ten opzichte van het rendement op lange overheidsobligaties een redelijk vertrekpunt.

Voor het rendement op overheidsobligaties suggereren de huidige rentes een rendement van minder dan 2%. Daarmee zou het verwachte aandelenrendement via deze benadering uitkomen op nog geen 5%. De vraag is echter in hoeverre de huidige situatie van financiële repressie als indicatief kan worden gezien voor de lange termijn rendementen. Zo gaat de Ullimate Forward Rate (UFR) benadering, zoals toegepast in het toezicht op verzekeraars en pensioenfondsen, ervan uit dat de (forward) rente op de lange termijn zal convergeren naar een waarde van 4,2%. Dit is het totaal van een reële risicovrije rente van 2,2% en een inflatieverwachting van 2%, zijnde het plafond van de ECB inflatiedoelstelling.

Ook komt de veronderstelling over de verwachte economische groei hier om de hoek kijken, op grond van de overweging dat de nominale rente in evenwicht gelijk zal zijn aan de economische groei plus de inflatieverwachting plus een risico-opslag. Een groeivoet van 1,5% à 2%, en een inflatieverwachting van 2% zou, rekening houdend met een risicopremie, de verwachte (nominale) rente doen uitkomen op zo'n 4% en het verwachte aandelenrendement op 7%.

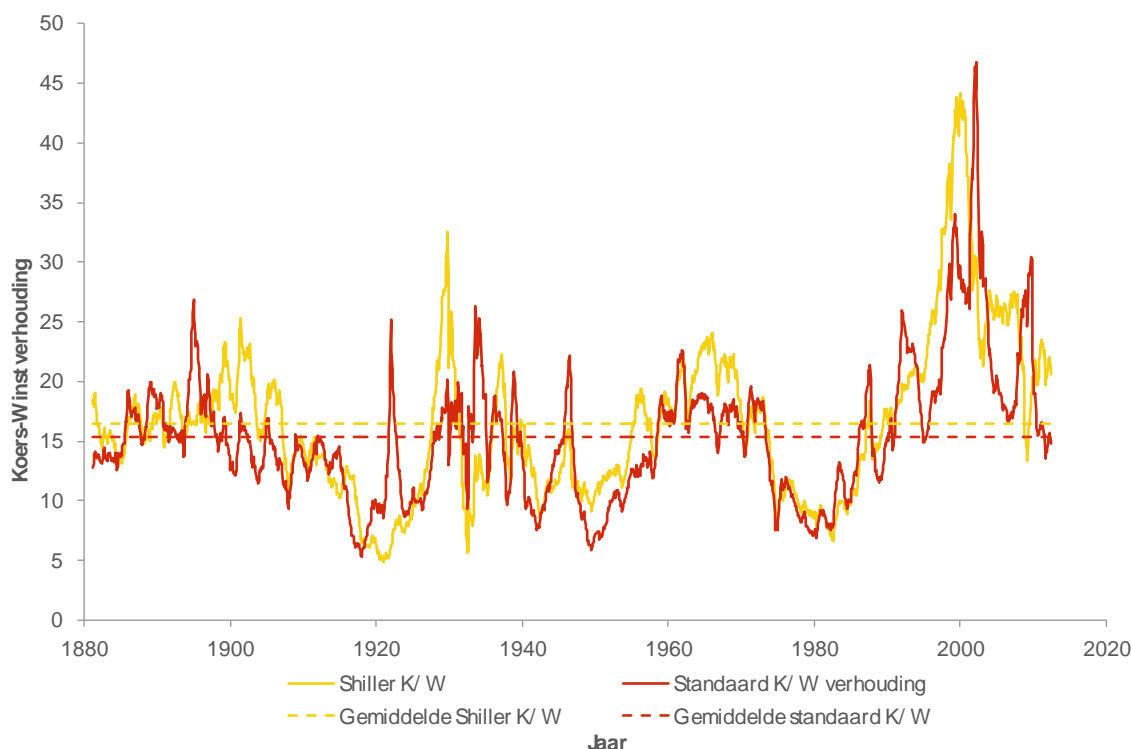
⁷ Zie Boeschoten (2012),

⁸ Vgl. Brett Hammond (2011)

3 De waardering van aandelen

Tenslotte moet nog rekening worden gehouden met de vraag of aandelen op dit moment juist zijn gewaardeerd. Zo zal een sterke overwaardering van aandelen een negatief effect hebben op het gemiddeld verwachte rendement omdat die overwaardering er al dan niet geleidelijk zal uitlopen. Het omgekeerde geldt ingeval van onderwaardering. Ondanks alle in de loop der jaren geuite bezwaren is de koers-winst-verhouding (KW) nog steeds een veel gebruikte waarderingsmaatstaf van de aandelen, vanuit de gedachte dat de waarde ervan uiteindelijk altijd weer naar een lange-termijn-gemiddelde zal terugkeren ("mean reversion"). Gebaseerd op de huidige winsten lijkt de aandelenmarkt redelijk gewaardeerd. Beschouwt men echter Shiller's KW, die voor de winst uitgaat van de voor inflatie gecorrigeerde gemiddelde winst van de afgelopen tien jaar, dan is de aandelenmarkt duidelijk overgewaardeerd en zou het verwachte aandelenrendement de komende 10 jaren gemiddeld op slechts 1% uitkomen met een ondergrens van -4% en een bovengrens van 8%.⁹

Figuur 1. Ontwikkeling van koers-winst verhouding (op basis van S&P 500).



4 Besluit

Het bovenstaande wil inzicht geven in een tweetal aspecten van de aandelenmarkt, namelijk welke rol deze kan spelen bij het voorspellen van de economische ontwikkeling en welke rendementen er redelijkerwijs kunnen worden verwacht.

Als onderdeel van een systematische conjunctuurindicator lijkt de beursindex minder geschikt vanwege de uitzonderingen. Dat neemt niet weg dat het in meer kwalitatieve

⁹ Vgl. Asness (2012)

zin wel degelijk een zeer bruikbare indicator kan zijn, die het in veel gevallen, en hopelijk ook anno 2012, bij het rechte eind heeft.

Wat betreft het voor de lange termijn verwachte aandelenrendement wijzen twee uiteenlopende benaderingen beide in de richting van een rendement van 7 procent per jaar. De onzekerheidsmarge van deze puntschatting is echter groot en de schatting is wellicht eerder te hoog dan te laag

Aldus blijkt het onverminderd een uitdaging om zicht op de economie en de economische werkelijkheid te geven.¹⁰

Willem Boeschoten

* Hoofd Strategie *Shell* Asset Management Company

Literatuur

Asness, C.S. (2012), *An Old Friend: The Stock Market's Shiller P/E*, AQR Capital Management.

Bernanke (2005), *The global saving glut and the U.S. current account deficit: a speech at the Sandridge Lecture*, Virginia Association, Richmond, Virginia.

Bikker, J.A., en M.M.G. Fase (1985), De datering van economische fluctuaties: proeve van een conjunctuurspiegel voor Nederland, 1965-1984, *Maandschrift Economie* 49, p. 299-332.

Bikker, J.A. en L. de Haan (1988), Forecasting business cycles: a leading indicator for the Netherlands, *DNB-Quarterly Bulletin* no. 3, p.71-82.

Brett Hammond, P. Jr., M.L. Leibowitz en L.B. Siegel (2011), *Rethinking the Equity Risk Premium*, Research Foundation of CFA Institute.

Boeschoten, W.C. (2012), *Investment beliefs*, presentation at EPFIF International Seminar, Den Haag, 4 september.

Butter, F.A.G. den en W.C. Boeschoten (1989), *Zichtbare economie*, Academic Service, Schoonhoven.

Dimson, E., P. Marsh en Mike Staunton (2001), *Triumph of the Optimists; 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey and Oxford, p. 339.

Ferguson, C.H. (2010), *Inside Job*, Sony Pictures Classics.

Gordon, R.J. (2012), Is U.S. economic growth over ? Faltering innovations confronts the six headwinds, *NBER Working Paper* No. 18315, augustus 2012.

Rajan, Raghuram. G. (2010), *Fault Lines*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.

Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different; Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.

¹⁰ Vergelijk Den Butter en Boeschoten (1989).