

Lage groei en aandelenkoersen

Voor we de aandelenmarkt onder de loep nemen, herhalen we nog eens kort de inhoud van de vorige Flash Actua.

- 1) De **komende jaren** zal de **potentiële groei structureel lager** liggen. Zo verlaagde de Amerikaanse centrale bank (de Fed) haar groei-vooruitzichten op lange termijn voor de komende jaren naar 1,8%, zowat de helft van die van de laatste 60 jaar vóór de financiële crisis (3,5% voor de periode 1947-2007).

Zoals we allemaal ondervinden, kunnen de acties van de centrale banken geen groeiwonderen verrichten. Zelfs infrastructuurinvesteringen, waar veel vraag naar is, zouden de groei nauwelijks opkrikken (studies spreken over een impact van amper +0,3% extra groei gezien de beperkte overheidsimpact op het globale groeiniveau). Paul Krugman, Nobelprijswinnaar economie, schrijft dan ook dat de trage groei structureel is en Thomas Piketty, auteur van *Kapitaal in de 21e eeuw*, gelooft niet dat de groei op lange termijn hoger zal zijn dan 1 à 1,5%.

- 2) De reden voor de lage groei is de **relatief lagere vraag naar goederen en diensten wereldwijd**, waardoor een **onevenwicht** ontstaat **tussen vraag en aanbod**. Oorzaak van die lagere vraag is dat er overal minder actieven zijn, wat een negatief effect heeft op de groei en vandaag niet goed te maken is door een hogere productiviteit. Zo komen we in een vicieuze cirkel terecht met bedrijven die minder investeren. Een gevolg van de trage groei is een groot spaaroverschot, waarvoor men op zoek moet naar – dikwijls veilige – havens om te beleggen (denk maar aan gepensioneerden die kiezen voor zekerheid, zelfs al brengt dat niets op).

Door de kleinere vraag naar geld en het hogere aanbod ervan zoekt de markt een nieuw evenwichtsniveau, en dit via een lagere rente. Die kleinere vraag is deels te verklaren door een daling van het algemeen prijspeil: de prijzen van goederen dalen of stijgen minder snel, wat de inflatie structureel lager drukt. Hoeveel lager t.o.v. vroeger, daar is discussie over.

Maar studies van de Fed spreken over **een verlaging tussen 0,5 en 1%**. Alleen al die lagere inflatie verklaart een deel van de lagere rente. Maar daar blijft het niet bij.

- 3) Spreken we over vraag en aanbod, dan moeten we er zeker één marktpartij bij halen die de prijs van het geld naar beneden haalt: de centrale banken. Doordat ze staats- en bedrijfsobligaties aankopen, gaan de koersen fors de hoogte in en hun rentevoeten naar beneden. Dit kan in de nabije toekomst nog zorgen voor verdere neerwaartse rentedruk, maar tot nu toe zijn ze slechts verantwoordelijk voor een rentedaling van 1 tot 1,5%. De andere, eerder vermelde elementen zijn dus belangrijker.

Impact lagere rente op Amerikaanse beurs: ze eindigt 2017 op 2.163 punten (ongeveer het huidige niveau)

Een eenvoudige manier om een evenwichtskoers voor de Amerikaanse S&P500 te berekenen, is de formule van de heren Gordon & Shapiro. Hun *Dividend Discount Model* stoelt op een eenvoudige redenering: een aandeel is maar waard wat het in de toekomst opbrengt. Het komt erop aan de toekomstige opbrengsten, via de dividenden, terug te rekenen naar vandaag. Economen spreken over het 'actualiseren' of 'verdisconteren' van toekomstige geldstromen. Vandaar de benaming Dividend Discount.

De formule van Gordon & Shapiro:

$$P = D1 / (k - g)$$

waarbij:

P = de beurskoers (hier de S&P500)

D1 = het dividend van het volgend jaar (hier de dividenden van de S&P500 voor 2017)

k = de kapitaalkost voor de bedrijven (daarvoor nemen we de 10-jarige Amerikaanse risicovrije rente van vandaag **1,75%** (d.d. 25/10) + een **aandelenrisicopremie** van **3%**, ongeveer de premie van de laatste maanden)

g = de groeivoet van de dividenden (die we berekenen aan de hand van de **inflatie** van 1,6% en de **productiviteitsgroei** van 0,7% = **2,3%**); hun som geeft een idee van de potentiële toekomstige dividendengroei

→ Passen we deze oefening vandaag toe op de Amerikaanse beurs S&P500, dan bekommen we voor 2017 een dividend van 46,83* (en 50,84 voor 2018).

→ Berekenen we de koers voor de S&P500 met bovenstaande cijfers, dan krijgen we dit resultaat: **k - g = 1,75%** (risicovrije Amerikaanse rente) + **3%** (aandelenrisicopremie) - **2,3%** (huidige groeivoet) = **2,45%**.

→ De formule van Gordon & Shapiro geeft ons – voor vandaag – een theoretische S&P500-koers van $46,83 / 0,0245 = 1911$, of **een overwaardering van 12,6%** (S&P500 d.d. 25/10: 2.153).

Wat zeggen andere bronnen?

In de laatste Flash Actua bespraken we de inzichten van *Capital Economics*. Op basis van hun scenario van structureel tragere wereldgroei en lagere rentevoeten kwamen ze tot een **overwaardering van 20%**, hetzij de huidige K/W Case Shiller S&P500 van **26,6 t.o.v. 22**. Dit laatste cijfer beschouwen ze als de nieuwe evenwichtskoerswinstverhouding (K/W) voor de Amerikaanse beurs, rekening houdend met de lagere rente. Het ligt aanzienlijk hoger dan het vandaag gehanteerde langetermijngemiddelde van 14. Veel analisten bestempelen de Amerikaanse beurs op basis van dit cijfer dan ook als zeer duur. **Maar op basis van de lagere rente is ze misschien veel minder duur dan gedacht!**

Berekenen we de **theoretische koers van de S&P500 voor eind 2017 met de formule van Gordon & Shapiro**, dan komen we uit op **2.163 punten** (nl. $50,84 / 0,0235$), wat ongeveer het huidige niveau is.

De gebruikte parameters zijn:

- het dividend voor 2018 van 50,84
- een verwachte risicovrije Amerikaanse rente van 1,85%
- dezelfde risicopremie van 3%
- een verwachte kerninflatie van 1,8%
- een stabiel productiviteitscijfer van 0,7%

Ondanks de vermelde overwaarderings van 12,6 of 20%, bekomen we op basis van de verwachte marktomstandigheden voor eind 2017 hetzelfde niveau als vandaag. De verwachte lage rente blijft de beurskoersen dus ondersteunen.

Het uiteindelijke beursresultaat eind 2017 zal het resultaat zijn van de diverse onderliggende parameters, zoals de rente, de winstgroei en de risicopremie. We hebben geen kristallen bol, maar doen toch een poging om u, op basis van onze inschattingen, een concreet idee te geven van het eventuele niveau van de Amerikaanse beurskoers binnen een jaar.

Vooruitzichten op langere termijn?

- 1) Op basis van de nieuwe evenwichtskoerswinstverhouding (K/W) van 22 volgens *Capital Economics*, bekomen we voor aandelen een verwacht reëel rendement van $1/22$ (of $1/\text{koerswinst}$) = 4,5%. Tellen we daar 1,8% kerninflatie bij, dan bekomen we een nominaal **langetermijnrendement van 6,3% voor Amerikaanse aandelen**.
- 2) Lezers met een goed geheugen zullen zich zeker de Flash Actua van begin september herinneren (*Long term thinking will lead the way to improved returns*), waarin we de studie van **professor Siegel** bespraken. Hij komt vandaag tot een reëel **langetermijnrendement voor Amerikaanse aandelen van 3,8% (of 5,6% na inflatie)**.

→ Tussen beide resultaten zit bij wijze van spreken een 'structureel renteverval' van 0,7%, een gevolg van de lagere rente t.o.v. het langetermijngemiddelde voor de periode waarop professor Siegel zijn studie baseerde. Ook op langere termijn laat de lage rente dus zijn sporen na.

In onze volgende Flash Actua passen we de Gordon & Shapiro-methode toe op de Europese en de groeiendaandelen.

* Bron: Factset

Jan Vergote – Head of Investment Strategy
Belfius Bank & Verzekeringen

Wilt u meer informatie over dit thema?
Contacteer ons dan gerust op 02 222 10 21