



Europese aandelen nog steeds aantrekkelijk?

De Europese aandelen zijn al sinds 1990 goedkoper dan de Amerikaanse aandelen, althans als we naar de CAPE kijken. De CAPE is de cyclisch aangepaste koers-winstverhouding over een periode van bijvoorbeeld 10 jaar. In plaats van naar de jaarlijkse koers-winstverhoudingen te kijken, biedt het 10 jaars gemiddelde (aangepast van inflatie) een meer gradueel verloop. Hierdoor wordt de impact van tijdelijke eventualiteiten gereduceerd. Wanneer de CAPE van de MSCI Europa Index gedeeld wordt door de CAPE van de Standard & Poor's 500 Index dan betekent een stand van 1 dat de Europese aandelen even duur zijn als de Amerikaanse.

Dat was het laatst het geval in de jaren tachtig. Tot 1990 waren de Europese aandelen overwegend duurder dan de Amerikaanse, maar sindsdien is dat omgekeerd. Lange tijd fluctueerde de ratio tussen de 0,7 en de 0,9, maar sinds de financiële crisis daalde het onverstoord richting de 0,5. Amerika wist zich namelijk beter te herstellen van de wereldwijde crisis.

In de afgelopen vier jaar fluctueert de ratio tussen de 0,5 en 0,6 en door de recente stijgingen van de Europese aandelenkoersen staat de ratio momenteel op 0,6. Weliswaar hoger dan wat het was, maar altijd nog een stuk onder het lange termijn gemiddelde.

Het mes snijdt aan twee kanten. Bovenstaande kan beteken dat Europese aandelen te goedkoop zijn, maar ook dat de Amerikaanse aandelen te duur zijn. Professor Robert J. Shiller waarschuwde in februari dat de CAPE van Amerikaanse aandelen inmiddels het niveau van 2007 is gepasseerd (27,60). Belangrijk punt hierbij is wel dat de rente sinds 2007 ruim 2 ½% is gedaald. Als we de winst per aandeel delen op de koers krijgen we het omgekeerde van de koers-winstverhouding ("earnings yield"). Dit percentage laat zich goed vergelijken met de rente. Het verschil tussen de rente en de "earnings yield" is ondanks de hoge CAPE van Amerikaanse aandelen, substantieel en nog steeds een stuk groter dan in 2007. Met andere woorden, duur hoeft nog niet te duur te zijn. Dat de Amerikaanse aandelen duurder zijn, valt ook te verklaren uit de grotere economische groei van de afgelopen jaren. Voor 2015 wordt in de VS een economische groei verwacht van 3,6% (Eurozone 1,2%) en voor 2016 van 3,3% (Eurozone 1,4%).

Binnen Europa is er een grote diversiteit. In landen als Nederland, Duitsland, Zwitserland, Denemarken en Noorwegen zijn aandelen relatief een stuk duurder dan die in Zuid Europa.

Met name Portugal en Griekenland (en ook Rusland in het Oosten) laten historische lage CAPE's zien.

Het beleid van de monetaire autoriteiten aan weerszijde van de oceaan zullen in de komende maanden verder uit elkaar lopen. De ECB is net met een opkoopprogramma begonnen, wat de FED alweer achter de rug heeft. Bij de ECB is de discussie hoe de dreigende deflatie om te buigen in een lichte inflatie, terwijl de FED juist verdeeld is over de vraag wanneer de eerste renteverhoging moet plaats vinden. Uit de jongste FED notulen blijkt dat er drie kampen zijn. Een deel wil in juni de rente verhogen, een ander deel later in het jaar en een klein deel begin 2016. Over één ding zijn ze het eens, dat rente moet weer verhoogd worden. De halvering van de olieprijs heeft een nog lagere inflatie (dreigende deflatie) in Europa als gevolg, terwijl in de VS deze economische stimulans juist een renteverhoging realistischer maakt.

De omgekeerde rentetrend zal als gevolg hebben dat de euro voorlopig onder druk blijft staan en de dollar meer gevraagd wordt. Bovendien krijgen beleggers nog enige rente op de dollar plus de kans op koerswinst, hetgeen voor eurospaarders waarschijnlijk niet opgaat.

De lage rente en de lage eurokoers zullen er toe leiden dat de bedrijfswinsten in Europa na jaren van middelmatige groei nu met dubbele getallen zullen toenemen. Ondanks de sterkere Amerikaanse economie, zullen de bedrijfswinsten in de VS waarschijnlijk met enkele getallen stijgen omdat ze al een aantal goede jaren achter de rug hebben. Bovendien zullen Amerikaanse bedrijven in toenemende mate last krijgen van de dure dollar.

Voor Amerikaanse aandelen geldt het devies dat met name gefocust moet worden op aandelen die bestand zijn tegen een sterke dollar (bijvoorbeeld bedrijven die grondstoffen importeren en eindproducten in de VS verkopen), bestand zijn tegen een stijgende rente (weinig schuldenlast) en kunnen profiteren van een lage olieprijs (energieverbruikers).

De Europese groei is weliswaar laag, maar wint momentum. Dit zal exponentieel doorwerken in de bedrijfswinsten. De cijfers zullen aantrekkelijk zijn al was het alleen al omdat ze van een laag niveau komen. Daarnaast zal de recente daling van 20% van de dollarkoers haar impact niet missen.

Een gunstig teken is ook dat sinds het vierde kwartaal van 2014 voor het eerste sinds het uitbreken van de financiële crisis het aantal uitstaande leningen groeit. Met name kleinere banken en banken uit Zuid Europa zullen profiteren van het goedkope geld dat ze bij de ECB kunnen lenen.

Inmiddels zijn steeds meer Amerikaanse beleggers geïnteresseerd in Europese aandelen. Per saldo gaat er zo'n \$ 4 miljard per week middels beleggingsfondsen richting Europese aandelen. Ruim 63% van de Amerikaanse institutionele beleggers hebben aangegeven dit jaar meer in Europa te willen beleggen. Dit percentage is sinds 2001 niet zo hoog geweest. Met name Europese aandelen die aan de Amerikaanse beurzen verhandeld worden (ADR's)

zullen zich in toenemende mate mogen verheugen op een toenemende Amerikaanse belangstelling. Belangrijk is wel voor deze beleggers dat de koersen van de Europese aandelen sneller stijgen dan de dollarkoers, omdat ze anders per saldo op verlies uitkomen.

De kaarten voor de Europese aandelenmarkt blijven er gunstig uitzien. Uiteraard zijn er altijd bedreigingen zoals verschillende verkiezingen, de Griekse situatie en spanningen aan de grenzen.

Michael Toorop