

## Griekse tragedie geeft beleggers herkansing

De mogelijkheid groeit met de dag dat Griekenland voor de zesde keer sinds haar onafhankelijkheid in 1829 failliet gaat. Zeker als de huidige Griekse regering onverzettelijk blijft. Volgens premier Tsipras vormen alleen de voorstellen die Griekenland zelf heeft ingediend „een realistische basis” voor het bereiken van een deal. De regering zoekt de voor haar optimale combinatie van bezuinigingen en schuldenverlichting. En met schuldenverlichting bedoelt men kwijtschelding, het oprekkende van de looptijden van de resterende schulden en het verder verminderen van de rente.

De beurs ziet in deze tragedie aanleiding om winst te nemen en na maanden van aantrekkelijke koersstijgingen pas op de plaats te maken. Op zich is dit alleen maar gezond. Analisten spreken van een correctie als de markt 10% in koers daalt en sinds 1945 is dat 31 keer voorgekomen. Met andere woorden gemiddeld eens in de twee jaar daalt de beurs dus met 10% of meer. In 12 gevallen zet de daling door en draaide het sentiment naar een bearmarkt. Inmiddels zijn verschillende beurzen al 10% of meer gedaald. Zo staat de Duitse aandelenbeurs al 12,5% in de min. Dat de Duitse beleggers somberder worden blijkt ook uit hun vertrouwensindex. Deze daalde in mei voor de derde achtereenvolgende maand en wel naar het laagste punt sinds vorig jaar november. De Verenigde Staten daarentegen weet de correctie beperkt te houden en noteert nog geen min 3%.

De Griekse tragedie is een van de aanleidingen, evenals de sinds kort stijgende marktrente. De rente is dan weliswaar gestegen, maar staat nog steeds op een historisch laag niveau. Ten slotte maken beleggers zich zorgen over de in hun ogen hoge waardering van de aandelen.

### Perceptie

Maar klopt deze perceptie? De Amerikaanse aandelen zijn duurder geprijsd dan de Europese dus kijken we eerst daar naar. Hun koers/winstverhouding staat rond het gemiddelde van de afgelopen 35 jaar. Pessimisten zouden zeggen dat daarin het bewijs ligt dat ze op z'n minst volledig geprijsd zijn. De koers/winstverhouding op basis van de winsten over de afgelopen 12 maanden is gemiddeld 22. Op basis van de winstverwachting van de komende 12 maanden is deze ratio 18. Een bullmarkt eindigt nooit met een koers/winstverhouding rond het historisch gemiddelde. Deze ratio schiet altijd eerst het gemiddelde royaal voorbij.

De Euro Stoxx 50 index is sinds haar hoogtepunt van april jongstleden met 11% gedaald en kent een koers/winstverhouding van slechts 14,9. Dat is maar liefst 3 punten lager dan in de VS.

### Earnings Yield

Een andere methode om te beoordelen of de aandelenbeurs overgewaardeerd is, is het zogenaamde FED model. Men noemt het zo omdat oud Fed-president Alan Greenspan er in zijn memoires aan refereerde. Wanneer de winst per aandeel gedeeld door de koers van het aandeel gelijk is aan de rente op een staatslening met een looptijd van 10 jaar dan is de markt volledig geprijsd. Op dit moment is deze “earnings yield” op aandelen ruim 2% boven het rendement op staatslening. Dus verre van overgewaardeerd, zelfs al zou de rente verder oplopen. Ter vergelijking is 2007 stond deze ratio op 4,19 tegen de 10 jarige staatslening op 4,95%. Dus was de aandelenmarkt te duur ten opzichte van de rente.

Als we deze berekening zouden los laten op de Euro Stoxx 50 index dan is het verschil tussen de "earnings yield" en tienjarige rente ruim twee maal zo groot dan in Amerika.

### **Dividend rendement**

Het dividendrendement op Amerikaanse aandelen is momenteel gemiddeld 2%. In het verleden stond de rente op cash boven het dividendrendement, dat is nu andersom. In de VS betaalt men ongeveer 0,07% rente op cash (als er al rente betaald wordt). Dus het verschil is bijna 2% ten gunste van de aandelen. En dat terwijl men bij rente op cash alleen dat krijgt en bij aandelen het perspectief behoudt op groei. Niet alleen groei van het dividend, maar ook kans op koersstijgingen. Traditioneel was deze optie op groei voldoende om een dividendrendement te hebben dat lager lag dan de rente op cash.

### **Rente**

Wellicht dat de rente iets verder gaat stijgen, maar dan hebben we het over de marktrente en niet de rente die de Centrale Banken vaststellen. Mogelijk dat de Federal Reserve in september de rente iets laat stijgen, maar dat betekent nog niet een grote impact op de aandelenkoersen. De Federal Fund rates zijn al een jaar of zes net boven de 0%. Het rendement op de staatsleningen met een looptijd van 10 jaar is nauwelijks 2,5% en dus fors onder het gemiddelde van 4,3% van de afgelopen 20 jaar. Als de rentemarkt gaat normaliseren, dan gaat dat geleidelijk en zal het de nodige tijd in beslag nemen.

Ook de rente van bijvoorbeeld Duitse en Nederlandse staatsleningen zijn inmiddels gestegen, maar de ECB gaat nog tot september 2016 door met het ruime monetaire beleid. Wanneer de Griekse tragedie escaleert, zal dat waarschijnlijk tot gevolg hebben dat de ECB op nog grotere schaal gaat ingrijpen. Inmiddels heeft het Europees Gerechtshof in Luxemburg bepaald dat de Europese Centrale Bank (ECB) staatsobligaties van eurolanden mag opkopen. Saillant detail is dat tegen het vonnis geen beroep mogelijk is, dus niets of niemand kan een massale ingreep nog verhinderen.

Rente is de prijs van geld en dus ook onderhevig aan vraag en aanbod. Voorlopig lijkt de vraag naar obligaties onverzadigbaar. Mede door veranderende wetgeving is de structurele vraag van institutionele beleggers naar obligaties groter dan ooit, hetgeen de rente blijvend drukt.

### **Inflatie**

Gelukkig lijkt het deflatiespook afgewend, maar een snelle inflatie is natuurlijk ook niet goed. De verrassende inflatiecijfers in mei deed sommige beleggers vrezen voor een vroegtijdig einde van het opkoopprogramma van de ECB. Deze inflatieangst lijkt nogal prematuur. De prijzen schommelen behoorlijk. Daarnaast zijn de nodige importproducten duurder geworden door de zwakke euro. Er is op alle fronten overcapaciteit en dus lijkt inflatie geen bedreiging. Zo voorkomt een gemiddelde Europese werkloosheid van ruim 11% inflatie als gevolg van loonstijgingen. De doelstelling van de ECB is een inflatie van net iets onder de 2%. Dit zullen we voorlopig niet op structurele basis halen.

### **Conclusie**

De aandelen in de Verenigde Staten zijn volgens sommige maatstaven alles behalve overgewaardeerd, echter ze zijn ook weer niet goedkoop te noemen. Het ziet er naar uit dat er nog rendement in het verschiet ligt, zij het minder dan in de afgelopen jaren. Meer waar voor ons geld krijgen we in sommige Europese landen of zelfs Japan en enkele opkomende economieën.

Beleggers haten onzekerheid en na de recente correctie beginnen de koopjesjagers zich langs de kantlijn warm te lopen. Wordt Griekenland gered, dan haalt men opgelucht adem en stijgen de koersen. Is er sprake van een Grexit dan kan de eerste reactie een schrikreactie zijn waar koopjesjagers massaal dankbaar gebruik van kunnen en zullen maken.