

sentijds] wordt opgegeten en de economie weer invloeit.

RENDEMENT IS GEEN GROEI

Blijft de vraag over of een situatie waarin het aandelenrendement dat structureel boven de economische groei ligt, houdbaar is. Dat is eigenlijk een verkeerde vraag. Uit onderzoek blijkt dat er nauwelijks verband is tussen aandelenrendementen en economische groei. Sterker, als er al een verband is, lijkt dit vaak (licht) negatief: magere aandelenrendementen in landen die snel groeien en vette rendementen in landen met nauwelijks economische groei.

Beleggers in China kunnen ervan meespreken. Sinds 1993 groeit de Chinese economie jaarlijks gemiddeld met liefst 15,6 procent, terwijl het rendement op de beurs negatief was. Omgekeerd pufte de economie van Groot-Brittannië in diezelfde periode met 4,9 procent vooruit, terwijl aandelen sappige rendementen van bijna 7 procent lieten zien. Hoe is het mogelijk dat Chinese aandelen negatief renderen als de economie met dubbele cijfers groeit? Ben Inker van vermogensbeheerder GMO legt uit waarom aandelenbeurzen van opkomende landen achterblijven.

Economische groei of groei van de winst betekent niet per definitie groei van de winst per aandeel en als gevolg hiervan dikkere rendementen. Meer winst vergt namelijk investeringen en investeringen vergen geld. Dit geld komt direct uit de zak van aandeelhouders indien aandelen worden uitgegeven om de investeringen te financieren, en indirect indien de investeringen betaald worden uit ingehouden winsten. Het laatste heeft tot gevolg dat er weinig of geen dividend wordt uitgekeerd.

“DE GEEST VAN AANDELEN IS STERVENDE. ZOALS GROENE BLADEREN VERANDEREN IN GEEL EN DAN ROOD.”

SIEGEL VS. GROSS



Jeremy Siegel

■ Wie en wat?

Jeremy Siegel (67 jaar) is de typische studeer-kamergeleerde. Hij is hoogleraar aan de Wharton School in Philadelphia, een gekende kweekvijver voor financieel talent. Siegel geeft graag commentaar op zakenzenders als CNBC over financiële markten. Hij draagt vol overtuiging uit dat aandelen een aantrekkelijk rendement blijven bieden.

■ Claim:

Het totaalrendement van aandelen (dividend plus koerswinst) kan structureel hoger liggen dan de economische groei. Zelfs als de overheid en werknemers niet meer kunnen inleveren, hoeven aandelenrendementen niet tegen te vallen omdat deze niet worden gedreven door economische groei. Aandeelhouders romen geen winsten af van andere spelers in de economie, maar stoppen het juist terug in de economie door het uitgeven van ontvangen dividenden.

■ Wie en wat?

Bill Gross (68) is een van de oprichters van Pacific Investment Management (Pimco). Gross runt ook het Pimco Total Return Fund, waar meer dan 250 miljard dollar in zit. Hoewel Gross psychologie studeerde, is hij een echte praktijkman. Zo was hij aan het begin van zijn carrière een professionele blackjackspeler in Las Vegas, naar verluidt niet een van de eerlijkste. Gross gebruikt zijn gokvaardigheden nog altijd om kansen en risico's in te schatten bij beleggen.

■ Claim:

Het rendement van de S&P index kan niet structureel boven de economische groei van een land liggen omdat het rendement van andere spelers in de economie (werknemers, leningverschaffers en de belastingbetaler) niet veel negatiever kan worden. De constante van Siegel van 6,6 procent aandelenrendement is een “freak of nature” en niet houdbaar in de komende honderd jaar.



Bill Gross

OOK ALS EEN ECONOMIE NAUWELIJKS GROEIT, KUNNEN AANDELEN PRIMA RENDEN.

Bedrijven in groeiende economieën betalen vaak weinig dividend en plegen veel aandelenemissies. Hier staat weliswaar winstgroei tegenover, maar deze is niet sterk genoeg om de verwatering van de aandelenemissie goed te maken. De winst per aandeel daalt dus en het aandelenrendement staat onder druk. Het is een belangrijke reden dat aandelenrendementen in snelgroeiende, opkomende economieën vaak tegevallen.

ONECONOMISCH

Omgekeerd kunnen aandelen prima renderen als een economie nauwelijks groeit. Stel dat de analyse van Gross klopt en de Amerikaanse economie de komende honderd jaar helemaal niet groeit. Neem een belegger die voor 10 euro een aandeel koopt van een bedrijf dat 1 euro winst per aandeel maakt en dat jaarlijks volledig teruggeeft aan beleggers in de vorm van dividend. Na honderd jaar is de economie dan niet gegroeid, maar betekent dit dat het rendement van deze belegger ook 0 procent is? Nee, de belegger zal ieder jaar 10 procent rendement op zijn investering maken [1 euro dividend gedeeld door 10 euro].

Drie zaken bepalen het rendement op een aandeel. De prijs die een belegger betaalt voor een aandeel, de dividenduitkeringen en het rendement dat de onderneming maakt op de winsten die niet als dividend worden uitgekeerd. Hoe vreemd het ook klinkt: aandelenrendementen en economische groei hebben niet zo veel met elkaar te maken. Professor Siegel verwoordde het zo op CNBC: “Er is niets oneconomisch aan een rendement op aandelen dat hoger ligt dan de economische groei”.