

Gepubliceerd in delen als gastbijdrage (11 april 2017) bij

 en



Wall Street lijdt aan hoogteziekte

## Hoe Warren Buffet de aandelenmarkt waardeert

*Een gastbijdrage van Uwe Günther*

**Warren Buffet wordt vaak gezien als voorstander van aandelen. Maar zijn lievelingsgetallen geven aan: de S&P 500 wordt zwaar overgewaardeerd.**

Warren Edward Buffet – zo ongeveer de meest geciteerde, vereerde en waarschijnlijk ook de meest succesvolle investeerder ter wereld op dit moment. Ieder jaar maken duizenden vermogensbeheerders en beleggingsexperts hun trektocht naar het landelijke Omaha voor de aandeelhoudersvergadering van Berkshire Hathaway, de beleggingsonderneming van de investeringslegende. Aldaar huldigen ze de meester met extatisch enthousiasme en vol ontzag en onderhouden ze zich met gelijkgezinden over de voordelen van het waardebeleggen à la Graham, Lynch en Buffett.

Het 'orakel van Omaha', zoals Buffet ook wel genoemd wordt, legde met zijn beleggingsstrategie de grondslag voor de vermogensvorming van talloze kapitaalinvesteerders. Tegelijkertijd schiep hij in het vakgebied de basis voor vele bedrijfsmodellen in de moderne assetmanagementindustrie. Ook in ons bedrijf maken wij met succes gebruik van oplossingen die gebaseerd zijn op zijn principes.

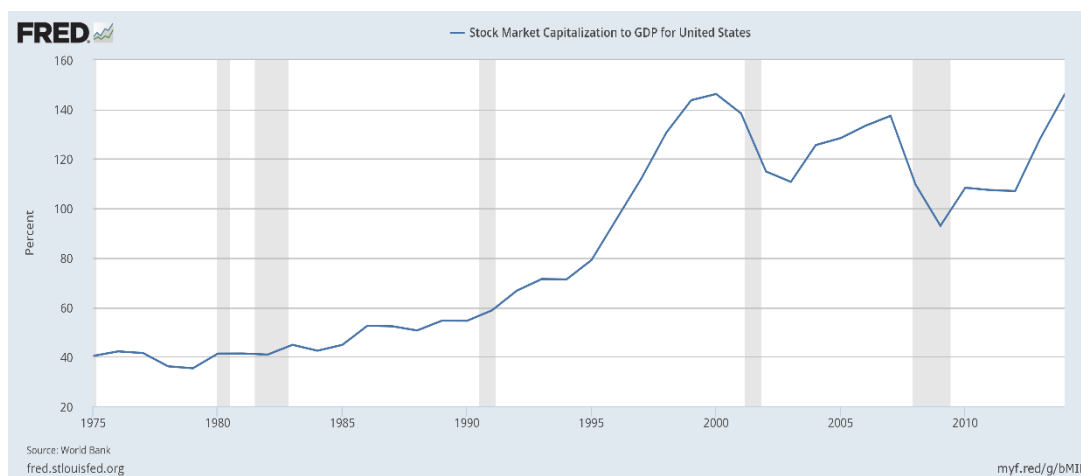
Alles goed en wel. Toch lijkt de cultstatus van de meester er bij een aantal fans toe te leiden dat zij de pro-aandelen-argumentatie steeds meer veralgemeniseren en

overdrijven. Hierdoor verdwijnen een kritische blik en zuivere analyse naar de achtergrond.

## Recordwaarderingen als in 2000 en 2008

Het lievelingsgetal van Buffet is de beurswaarde van aandelen in relatie tot het bruto binnenlands product (bbp) van een land. Dit getal moet aanduiden of een markt over- of ondergewaardeerd is in verhouding tot de reële economie.

## S&P 500 in verhouding tot de Amerikaanse economische prestaties

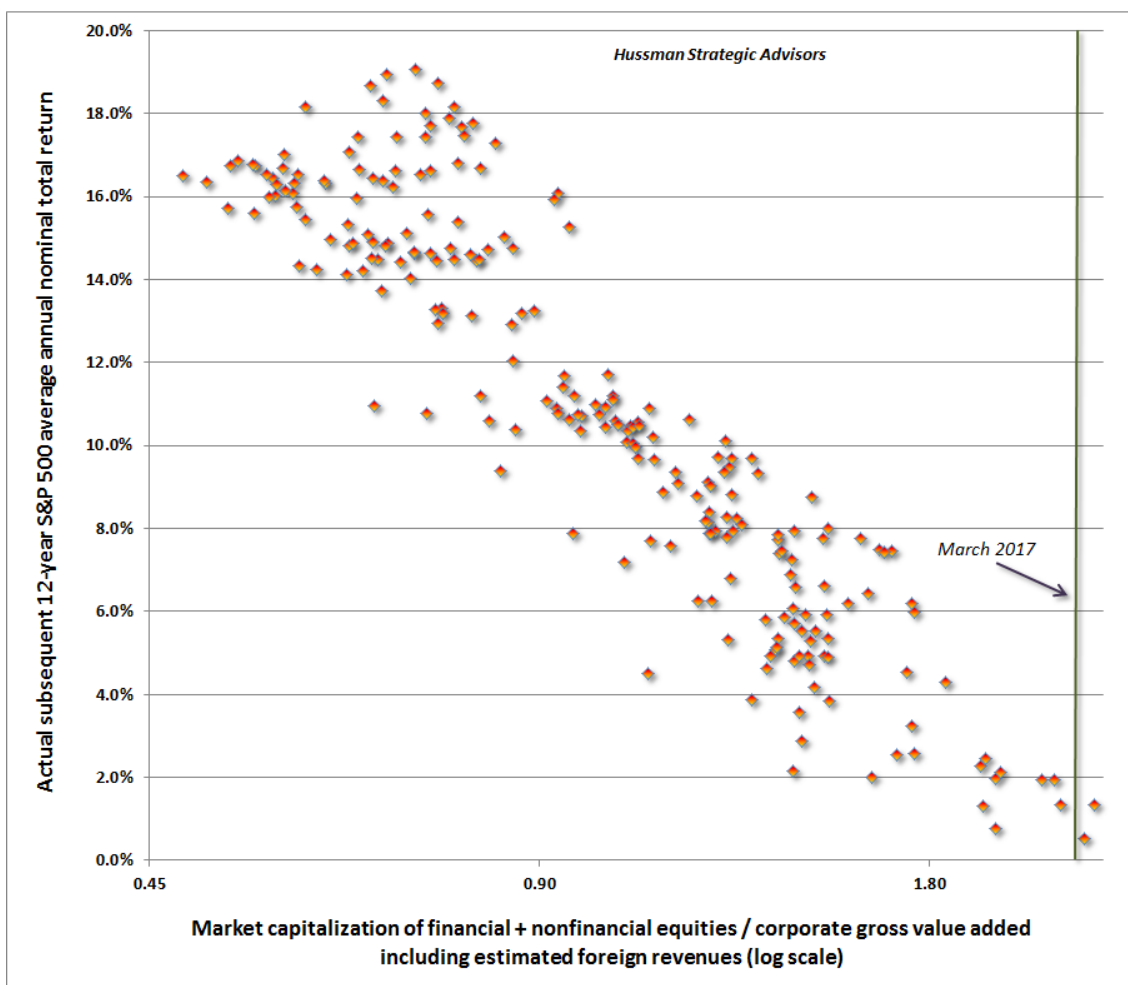


Bron: Federal Reserve of St. Louis, USA

Volgens de S&P 500, die de 500 grootste genoteerde fondsen van de VS bevat, bevindt de Amerikaanse aandelenmarkt zich op dit moment in verhouding tot het bbp op de op één na hoogste stand sinds 1950. Alleen aan het eind van de jaren 90, dus vlak voor het uiteenspatten van de internetzeepbel, was het waarderingniveau nog hoger. Het toenmalige optimisme van investeerders werd in de jaren 2000 tot 2003 bestraft met koersverliezen van wel 70 procent.

Ook nu dreigen er pijnlijke verliezen op grond van de hoge waarderingen. En als gevolg daarvan moeten we ervan uitgaan dat een gezonde aandelenmarktcorrectie van 20 tot 0 procent ook Buffets value-titel onder zware druk zal zetten met een mooie 'financiële slotgracht', dat wil zeggen met een aanzienlijke downtick op de interne waarde van het bedrijf.

Ook de licht gemodificeerde variant van dit getal, namelijk de beurswaarde in verhouding tot de bruto toegevoegde waarde van een nationale economie, ziet er niet veel beter uit. De bruto toegevoegde waarde is de totale waarde van de goederen en diensten voortkomend uit het productieproces minus de waarde van het intermediair verbruik. Ook hier komen we tot een nogal dramatisch besef: behalve in het jaar 2000 is er in de afgelopen 70 jaar nooit een ongunstigere verhouding van dit getal geweest dan nu. 'Spelbrekers' leiden daaruit dan logischerwijs af dat de totale jaarlijkse opbrengst van de S&P 500, d.w.z. de koerswinsten plus dividenden, in de komende twaalf jaar waarschijnlijk amper meer dan een procent per jaar zal bedragen. Kijk eens naar de volgende grafiek:

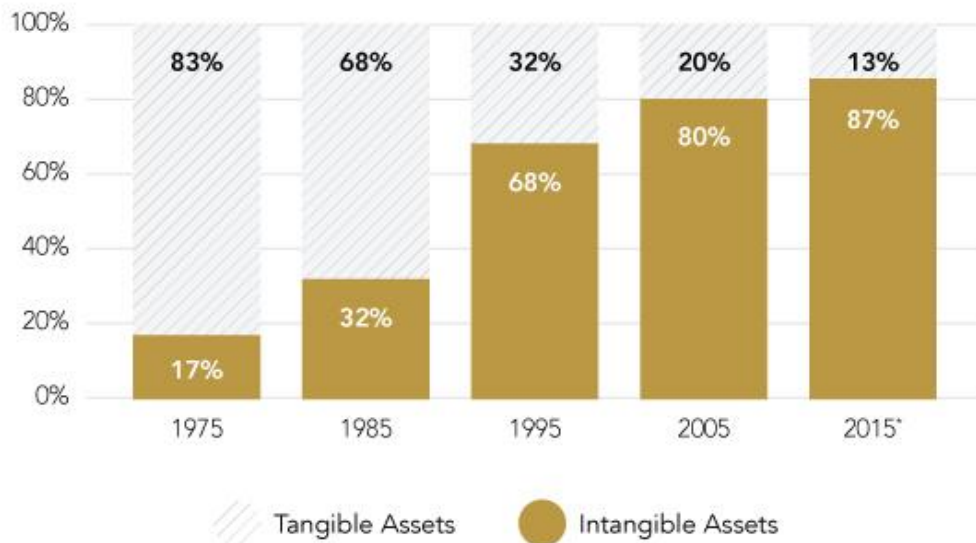


Bron: Hussman, Strategic Advisors, USA

Om het optimisme met een derde voorbeeld compleet de kop in te drukken rest nog een kijkje naar het reëel kapitaal in de aandelen van de S&P 500. Al in 2015 bereikte het percentage reële materiële activa in de aandelen van de S&P 500 een voorlopig dieptepunt met 13 procent – onder andere dankzij de creatieve waardering van

immateriële balansposities en excessieve nieuwe schuldenlasten. Veel bedrijven hebben goedkoop geld geleend om aandelen terug te kopen. Stijgende financieringskosten in de toekomst kunnen dan, zelfs bij de vermeende gemiddelde productiviteitsstijging, de doodsteek van veel ondernemingen zijn.

## COMPONENTS *of* S&P 500 MARKET VALUE



SOURCE: OCEAN TOMO, LLC

**Samengevat:** Buffets calculatie leeft. Maar baseer nu niet elke globale uitspraak over aandelen als zinvolle investeringsklasse op hem, dat zou niet eerlijk zijn. Temeer omdat veel van wat nu in klantendeposito's zit daar tussendoor zou glijpen. En mocht er zich een abrupte marktcorrectie voordoen, dan heeft Buffet ook daar voorzorg genomen met een uiterst zinvol statement over zijn favorieten: "Koop nooit een aandeel als je er niet mee kunt leven dat de koers halveert."



Uwe Günther is oprichter en directeur van BPM - Berlin Portfolio Management GmbH.