

Aandelen: een attractieve belegging voor de lange termijn

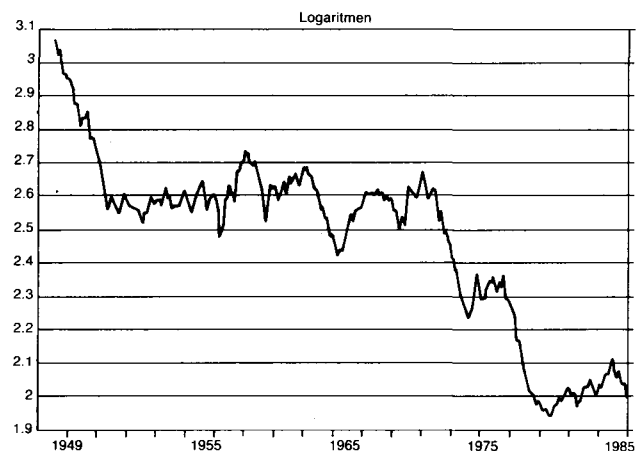
Het gaat goed met de Nederlandse aandelenbeurs. In de periode 1982 – 1986 zijn zelfs uitzonderlijk hoge beleggingsresultaten geboekt. In dit artikel wordt echter uiteengezet dat in deze periode sprake is van een 'inhaaleffect'. Het Nederlandse bedrijfsleven werd vergeleken met het buitenland, met name de VS en Japan, zwaarder door de crises van de jaren zeventig getroffen, maar heeft zich in de loop van de jaren tachtig goed hersteld. De daling van de lange rente vanaf 1982 deed de koersen verder stijgen. Niettemin is de auteur van mening dat beleggen in aandelen ook in de tweede helft van de jaren tachtig een lucratieve aangelegenheid kan zijn. Hij voorziet namelijk een gematigde, maar duurzame economische groei, een bescheiden kostenontwikkeling voor het bedrijfsleven, een verdergaande daling van de rente en een toenemende vraag naar liquide vermogenstitels.

DR. J.J. VAN DUIJN*

De afgelopen jaren zijn aandelen een voortreffelijke belegging gebleken. In augustus 1982, toen de 'bull market' begon, stond de ANP-CBS-index op 85,8. Op 5 september 1986 werd een niveau bereikt van 301. Dit betekent dat de ANP-CBS index in 49 maanden met 250% gestegen is. Dit staat gelijk aan een jaarlijkse gemiddelde stijging van 36%. Het totale beleggingsresultaat bij herbelegging van het uitgekeerde dividend, zou uiteraard voor een belegger in de Nederlandse index nog hoger zijn geweest. Het dividendrendement op Nederlandse aandelen is de laatste vier jaar gemiddeld ruim 4½% per jaar geweest. Hiermee rekening houdend komt het bruto beleggingsresultaat uit op 42% per jaar. Wie had, wetend hoe de Nederlandse economie er in 1982 voorstond, dat durven dromen! Niemand natuurlijk. Toch viel dit beleggingsresultaat met Nederlandse aandelen te behalen. Het is evenwel een uitzonderlijk hoog resultaat. Vergelijken we de bull market van de jaren 1982 – 1986 met eerdere naoorlogse hausseperiodes, dan zien we dat zowel qua duur als qua stijging de periode 1982 – 1986 ver daarboven uitsteekt. In figuur 1 is het verloop van de ANP-CBS-index tussen 1946 en nu weergegeven, waarbij de verticale as een logaritmische is. De stijgingen in de verschillende perioden zijn dus vergelijkbaar.

De beursindex is hierbij over drie basisperioden gekoppeld. Het CBS heeft altijd benadrukt dat de ANP-CBS-

Figuur 1. Het verloop van de ANP-CBS-index, 1946 – 1985



index een korte-termijnindex is, die niet voor lange-termijnvergelijkingen mag worden gebruikt. Afgezien van de wat curieuze wegingen in deze index, is hij echter zo slecht nog niet. De berekeningswijze is vergelijkbaar met die van de Dow-Jones-index, die ook voor de bepaling van de lange-termijnontwikkeling wordt gehanteerd. In ieder geval kan men in deze figuur perfect de naoorlogse 'bull markets' en 'bear markets' zien. Niet alleen een tijdreeks-analyse, maar ook een cross-sectie-analyse laat zien hoe bijzonder de Nederlandse 'beursperformance' van de afgelopen jaren geweest is, vergeleken met die van andere beurzen in de wereld. Terwijl de Nederlandse index in de

Table 1. Bull markets in Nederland

Periode	Duur (in maanden)	Index
Augustus 1982 – september 1986	49	250
December 1957 – april 1961	40	177
Oktober 1953 – juli 1957	45	132
November 1966 – mei 1969	30	83
November 1971 – april 1973	17	63

* Directeur Research en Vermogensbeheer Robeco Groep, Rotterdam. Dit artikel is een bewerkte versie van een inleiding die de auteur houdt op de 'Dag van het Aandeel', 13 november 1986, te Amsterdam.

periode 1982 – 1986 met 225% toenam, steeg in Japan de index met 272%, in West-Duitsland met 205%, in de VS met 100% en in het Verenigd Koninkrijk met 71%. De indexveranderingen zijn alle uitgedrukt in guldens. De invloed van wisselkoersfluctuaties is in deze cijfers dus verwerkt.

Die invloed is een zeer aanzienlijke geweest. De Japanse yen is tussen augustus 1982 en nu aanmerkelijk geapprecieerd. De dollar is per saldo gedeprecieerd. De performance van de Londense beurs is in ponden veel beter geweest dan in guldens. De Franse en Italiaanse beurs hebben overigens ook uitstekende resultaten geboekt. Opmerkelijk is dat in de afgelopen vier jaar de Engelstalige landen alle zijn achtergebleven: de Verenigde Staten, Canada, het Verenigd Koninkrijk, Australië, Hong Kong en Singapore zijn alle, in guldens gemeten, 'underperformers' geweest. Ik heb mij nog niet afgevraagd of er een causaal verband is tussen taal en beursresultaat. In ieder geval, wie internationaal goed had willen beleggen, had dat in Japan en continentaal Europa moeten doen.

De Nederlandse beurs was de afgelopen jaren, zowel naar eigen nationale maatstaven, als internationaal bezien, dus uitzonderlijk goed.

De Nederlandse beurs verschilt, qua lange-termijnbeweging, niet veel van die van landen als de Verenigde Staten en West-Duitsland. We zien in alle gevallen een opsplitsing van de naoorlogse periode in drie perioden:

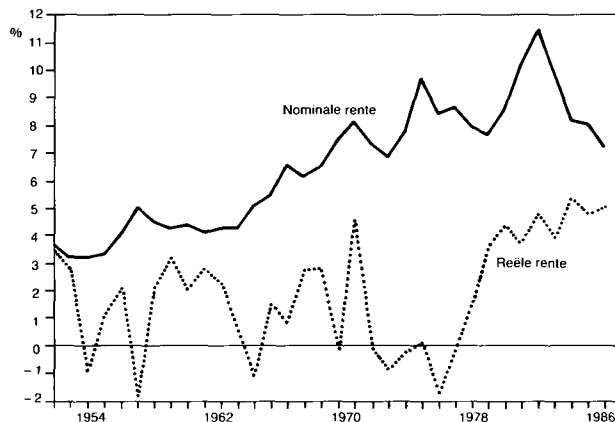
- 1948 – 1965: hoge groei en lage inflatie;
- 1965 – 1982: dalende groei en stijgende inflatie;
- 1982 – heden: lage groei en dalende inflatie.

Er is een opmerkelijke samenhang tussen beursbeweging en economische ontwikkeling. In het tijdvak 1948 – 1965 was de economische groei aanzienlijk, bij een inflatie die, behoudens oplettingen tijdens de Korea-crisis, laag was. Om de gedachten te bepalen: in Nederland was de groei van het bruto nationale produkt gemiddeld 4½% en de inflatie 3%. Beurzen waren in een duidelijke opwaartse trend. Achteraf sprak men van de 'great postwar bull market', om deze periode aan te duiden.

Vanaf 1965 hebben de economieën van West-Europa en Noord-Amerika echter een structurele verslechtering ondergaan. Overigens werd dit pas lang na 1965 onderkend. De inflatie begon structureel op te lopen; de werkloosheid begon structureel te stijgen, ondernemingswinsten brokkelden af; in de meeste landen werd de welvaartsstaat te ver uitgebouwd. Het tempo van economische groei begon, met name na 1973, duidelijk af te nemen. In Nederland daalde de gemiddelde groeivoet na 1965 van 4½% naar 3%; de inflatie liep op van een gemiddelde van 3% naar niet minder dan gemiddeld 6½%. Nogmaals, dat hier sprake was van structurele verslechteringen, is pas later onderkend. Door het bedrijfsleven, grofweg gesproken, vanaf 1973; door de overheid en door consumenten vanaf het eind van de jaren zeventig. Pas toen de werkloosheid opliep van 300.000 naar 850.000 mensen, was iedereen duidelijk hoe slecht onze economie er voor stond.

Het opmerkelijke is nu, dat beurzen de structurele verslechtering al vanaf 1965 zijn gaan verdisconteren. Als we de periode van 1965 tot 1982 overzien, dan is er sprake van een zijwaartse beweging. De Dow-Jones-index schommelde in die tijd tussen ongeveer 700 en 1000. In het proces van inflatiestijging en, volgend daarop, rentestijging, werden aandelenbeleggingen geleidelijk aan onaantrekkelijker en liepen de koers-winstverhoudingen terug. Het is eigenlijk onvoorstelbaar te moeten constateren dat een index over een periode van 18 jaar per saldo niet omhoog gaat, en, gecorrigeerd voor inflatie, dus fors omlaag is gegaan. Bij al deze somberheid past wel de kanttekening dat, op 'total return' basis gerekend, aandelen ook in die magere jaren een positief beleggingsresultaat gaven. Dit komt door het dividendrendement dat, met de lange rente mee opliep. Van 1974 tot 1982 schommelde het dividendrendement op Nederlandse aandelen tussen 6 en 8%, een paar procentpunten onder de kapitaalmarkt-rente. Als gevolg hiervan kwam het bruto totaal beleg-

Figuur 2. Ontwikkeling van het rendement op Nederlandse aandelen en de lange rente



gingsresultaat in die periode uit op gemiddeld 7%.

De recessie van 1980-1982 – de ernstigste sinds de jaren dertig – heeft de saneringen afgedwongen die nodig waren voor herstel. Die recessie betekende ook een ommekeer in de inflatie-ontwikkeling. Ik wil hier niet ingaan op de mechanismen die het proces van accelererende inflatie deden omslaan in deflatie. Kort samengevat komen ze er op neer dat met de inflatie van de jaren zeventig de basis werd gelegd voor de desinflatie van de jaren tachtig, doordat de prijsstijgingen van produktiefactoren een zodanig additioneel aanbod uitlokten, dat er van vrijwel alle produktiefactoren overschotten kwamen.

Op aandelenbeurzen werd de betekenis van de plaatshebbende saneringen onderkend, lang voor deze in de macro-economische cijfers tot uitdrukking kwam. Het omslagpunt op de beurzen viel in augustus 1982; de conjunctuur sloeg om in december 1982, maar dat dit gebeurd was werd ook pas veel later duidelijk. De beurs bleek echter weer een betrouwbare 'leading indicator' te zijn geweest.

In de westerse economieën van vandaag opereert een bedrijfsleven dat drastische saneringen en aanpassingen heeft moeten ondergaan en nog steeds ondergaat, dat opereert in markten die over het algemeen slechts een bescheiden volumegroei laten zien, en dat te maken heeft met prijzen van produktiefactoren die als gevolg van overschotten onder druk staan. In zo'n wereld zit de ruimte voor winstvergroting vooral aan de kostenkant. In zo'n wereld – waarin begrijpelijk weinig geïnvesteerd wordt – heerst een klimaat dat gunstig is voor rentedaling. Het is deze combinatie van een structurele 'turn around' van bedrijven, en rentedaling, die de formidabele koersstijgingen van deze bull market heeft mogelijk gemaakt. Dat de Nederlandse beurs het in het internationale veld zo goed deed zou kunnen liggen in de omstandigheid dat de voorafgaande verslechtering van het Nederlandse bedrijfsleven ook ongunstig had afgestoken tegen wat elders gebeurd was. Er was in Nederland derhalve sprake van een inhaaleffect.

De rentedaling is, naast de saneringen, de tweede grote kracht achter deze beursbeweging geweest. Het oplopen van de lange rente tussen 1965 en 1982 hield beurzen tegen. De rentedaling sinds 1982, waarbij in ons land de lange rente van ongeveer 12% naar ongeveer 6% ging, was zeer gunstig voor de beurs. We zien dat in het proces van 'multiple expansie', dit wil zeggen het oplopen van de koers-winstverhouding. In de Verenigde Staten is het zo dat de koersstijgingen tussen oktober 1985 en september 1986, waarbij de Dow Jones van ongeveer 1300 naar ongeveer 1900 ging, zelfs geheel en al het gevolg waren van multiple expansie, dus de vertaling naar de beurs waren van lagere rente. Ondernemingswinsten daalden zelfs in die periode. Ook in andere landen is het zo dat zonder de aanzienlijke rentedaling die plaatsgevonden heeft, beurskoersen nooit zover hadden kunnen stijgen.

We hebben omvangrijke saneringen gehad, ondernemingen hebben afgerekend met het verleden, de nominale rente is gehalveerd, maar hoe nu verder? Hoe verder bij een wereldeconomie die maar een bescheiden groei vertoont, te bescheiden wellicht om uit de vele, nog bestaande problemen te groeien? Voor beleggers zijn dit belangwekkende vragen. Maar voor deze te beantwoorden wil ik eerst een lange-termijnvergelijking maken tussen aandelen en alternatieve instrumenten. Bij beleggen gaat het altijd om een afweging tussen *opbrengst* en *risico*. De prijs voor een hogere verwachte opbrengst is altijd een hoger risico. Wat is risico in deze? In de beleggingsliteratuur wordt risico gemeten als de fluctuaties rond een verwachte opbrengst. Statistisch worden die fluctuaties als regel gevangen in de standaarddeviatie rond de gemiddelde opbrengst. Bij een hoge gemiddelde opbrengst hoort een relatief hoge standaarddeviatie. Risico, als factor, uit zich op de korte termijn – al kan die termijn wel eens lang zijn of lijken. Risico is zowel de uitslag naar beneden – de tegenvaller – als de uitslag naar boven – de meevaller. Dit laatste wordt wel eens over het hoofd gezien. In de periode 1948 – 1986 was de gemiddelde opbrengst van aandelen 11,5% met een standaarddeviatie van 22,3, voor staatsobligaties was het 5,6% respectievelijk 5,9 en voor spaarboekjes 3,6%, respectievelijk 0,8. Dit strookt met de theorie: het beleggen in aandelen brengt meer risico dan het beleggen in obligaties of dan het sparen, maar het heeft ook een hogere beleggingsopbrengst, in Nederland na de tweede wereldoorlog zelfs een veel hogere opbrengst.

Het tijdvak 1948 – 1986 bevatte goede jaren en minder goede jaren voor aandelenbeleggers. De periode 1948 – 1965 gaf veel vette jaren, de periode 1965 – 1982 veel magere jaren, en zoals opgemerkt waren de afgelopen vier jaren uitstekend. De 'total return' van aandelen bedroeg in de periode 1948 – 1986 12 jaar meer dan 20%, 13 jaar tussen de 0 en 20% en 13 jaar minder dan 0%.

Grote uitschieters waren – 19% in 1973 en bijna 70% in 1954. Zulke uitslagen zijn met aandelenbeleggingen mogelijk. Het bovenstaande impliceert dat een aandelenbelegger geduld moet kunnen opbrengen. Het geld dat hij in aandelen stopt, moet hij voor enige tijd kunnen wegzetten. Want als hij het op korte termijn nodig heeft, is er altijd de mogelijkheid dat dit net op een ongelukkig moment is, als de koersen net gezakt zijn. Aandelen zijn een uitstekende lange-termijnbelegging. Als korte-termijnbelegging zijn ze – zeker voor de niet-professional – minder geschikt, want risico's uit zich juist op de korte termijn.

Alle gepresenteerde uitkomsten zijn gebaseerd op de ANP-CBS-index, een 'mandje' van Nederlandse aandelen. Zo'n mandje betekent al een aanzienlijke mate van risicoreductie ten opzichte van het bezitten van een beperkt aantal titels in portefeuille. De meeste particuliere beleggers kunnen zich niet veroorloven een gespreide portefeuille op te bouwen. Zij lopen dus meer risico. Hun selectie kan het beter doen dan de index, maar ook veel slechter, afhankelijk van hun vermogen de juiste aandelen op de juiste momenten te kiezen. Willen particulieren met beperkte middelen wél spreiding, dan doen zij er verstandig aan aandelen van een beleggingsmaatschappij te kopen. Helemaal verstandig is het dan aandelen van een internationaal beleggende beleggingsmaatschappij te kopen. (Het zal de lezer niet verbazen dat ik dit opmerk, maar het is nu eenmaal zo.)

Bij de presentatie van eerder genoemde beleggingsresultaten ben ik er van uitgegaan dat de aandelenbelegger niet aan 'market timing' doet, dit wil zeggen hij gaat niet in en uit aandelen op basis van zijn korte-termijnverwachting van de markt. Hij is altijd volbelegd en de fluctuaties van de markt zijn gelijk aan de fluctuaties van zijn (gespreide) aandelenportefeuille.

Wie 'bear markets' weet te vermijden door tijdig uit aandelen te gaan en wie er ook tijdig weer weet in te stappen, aan het begin van 'bull markets', zal een superieur beleggingsresultaat behalen, dat veel beter is dan de 11,5% die verkregen is met een altijd volbelegde portefeuille. Het bestaan van schommelingen is enerzijds een risicofactor,

maar biedt anderzijds geweldige kansen. Helaas is het zo dat maar weinig beleggers de markt kunnen 'timen'. Velen hebben het geprobeerd en zijn tot de ontdekking gekomen dat een verkeerde timing tot inferieure resultaten zal leiden ten opzichte van het altijd 'volbelegd' zijn. Wie niet slimmer meent te zijn dan de markt doet er goed aan op de lange termijn te beleggen, een gespreide portefeuille aan te houden en market timing maar aan anderen over te laten.

Market timing betreft de korte-termijnfluctuaties, dit wil zeggen de fluctuaties die zich over een aantal maanden uitstrekken. De bull market van 1982-1986 bij voorbeeld werd in 1984 in de meeste landen tijdelijk afgebroken. De correcties die van januari tot augustus 1984 plaats hadden bedroegen voor de beursindices 15 à 20%. Dat zijn vrij forse correcties, en dat dit in de indices gebeurde betekent dat de koersdalingen voor individuele aandelen in een aantal gevallen veel groter waren. De ANP-CBS-index zakte van 178,9 (op 1 februari 1984) tot 146,8 (op 24 juli 1984), een daling van 17,9% over een periode van bijna zes maanden. Dat is heel wat. 'Market timers' proberen dit soort correcties te ontlopen.

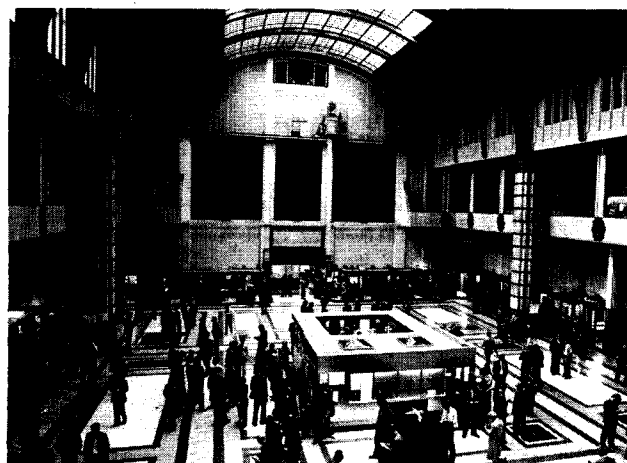
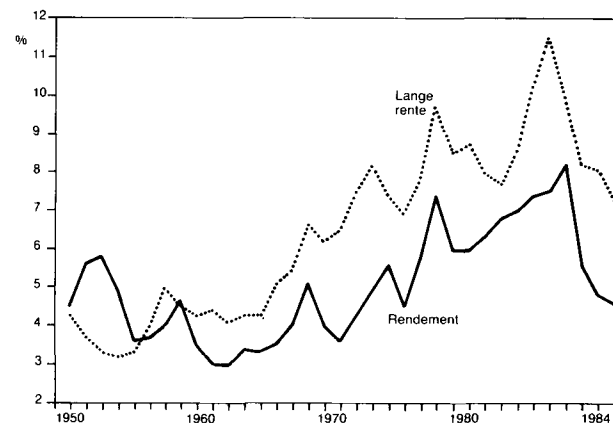
Tussen korte en lange termijn zit de middellange termijn, ongeveer 1 à 3 jaar. In dit geval gaat het dus over de rest van de jaren tachtig. Dit is een periode waarover we het verantwoord achten uitspraken te doen, gebaseerd op de gedachte dat datgene wat in de komende jaren zal gebeuren, al ten dele bepaald is door de dynamiek van nu en gisteren. Willen we voor aandelenbeleggingen verder vooruit kijken, dan moeten we terugvallen op de eerder genoemde lange-termijngemiddelden. Kijken we korter vooruit, dan gaat het element van de market-timing, dus van de preciese bepaling van omslagpunten op de beurs, een overheersende rol spelen. Ik ben voor de komende jaren optimistisch over de met aandelenbeleggingen te behalen resultaten. Ik heb in ieder geval vier redenen voor dit optimisme.

De eerste is dat de wereld waarin wij leven er een is van *gematigde groei*. Op het eerste gezicht lijkt dat een negatieve factor. Is het niet zo dat meer economische groei een sterkere toename van de ondernemingswinsten geeft? Dat hoeft niet. Acceleratie van de economische groei vanuit de huidige situatie zou tot onevenwichtigheden kunnen leiden, die zich eerst na verloop van tijd gaan manifesteren en juist ongunstig zijn voor de bedrijfswinsten en voor aandelenkoersen. Ik denk aan prijsstijgingen van grondstoffen, aan rentestijging als gevolg van toenemende kredietvraag, aan arbeidskostenstijgingen. Een van de redenen waarom de opgaande conjunctuur na 1982 in Europa zo lang heeft aangehouden, is juist dat het tempo van expansie zo gematigd was en de onevenwichtigheden, die zich anders na enige jaren gingen voordoen, nu uitbleven. Men kan het verloop van de conjunctuur in Europa contrasteren met dat in de Verenigde Staten, waar de aanvankelijk krachtige expansie gevolgd werd door een sterke terugval van het groeitempo. In de Verenigde Staten is de groeivoet inmiddels onder de Europese terechtgekomen.

Een gematigde groei is een duurzamer groei. Dit wil niet zeggen dat wij in de komende jaren geen terugslag behoeven te verwachten. Dat kan zeker gebeuren, maar na het conjunctuurverloop van de afgelopen jaren is de kans op een ernstige terugslag veel geringer dan die was na de excessieve ontwikkelingen van de periode 1972 – 1973 en de periode 1976 – 1979. De kiem van een recessie ligt altijd in de voorafgaande expansie. Het verleden leert op dat punt belangrijke lessen.

Uit het voorgaande volgt dat de *kostenontwikkeling* voor het bedrijfsleven in jaren als deze ook bescheiden is. De loonkosten per eenheid produkt in de verwerkende industrie zijn de afgelopen vier jaar per saldo gedaald. Het Centraal Planbureau raamt een voortgezette daling in de komende vier jaar. De prijsindex van grondstoffen en half-fabrikaten ligt onder het niveau van 1980. Volgens de laatstbekende cijfers ligt hij nu 30% onder het hoogste peil, bereikt in maart 1985. Een kostenontwikkeling als deze heeft twee kanten. Zeer positief is de ruimte voor winstverbetering die daarin besloten ligt en die ondernemingen

Figuur 3. Ontwikkeling van de nominale en reële rente in Nederland



De Nederlandse aandelenbeurs leeft onder een gunstig gesternte.

ook nodig hebben bij een matige volume-ontwikkeling aan de afzetkant. Negatief is als de afzetprijzen bij een dergelijke kostenontwikkeling sterk onder druk zouden komen. De historie leert echter dat perioden van lage inflatie tot lichte deflatie vrijwel altijd gepaard zijn gegaan met goede tot zeer goede beurzen. Omgekeerd is het zo dat de periode van stagnatie op aandelenmarkten tussen 1965 en 1982 samenviel met oplopende inflatie. In die tijd was het zo dat de kostenstijgingen de winstmarges reduceerden. Nu hebben we het omgekeerde gezien. In de komende jaren zal naar ik verwacht het proces van sanering en efficiencyverbetering zich nog voortzetten. Er is op dat punt al veel gebeurd, maar er zal nog meer gebeuren. Aandelenkoersen zullen van deze verdere gezondmaking van het bedrijfsleven profiteren.

Een derde factor die het klimaat voor aandelen in gunstige zin zal beïnvloeden is de *renteontwikkeling*. Ondanks de omvangrijke rentedalingen sinds 1981 moeten we vaststellen dat de inflatiepercentages nog meer zijn gedaald zodat de reële rente alleen maar is gestegen. Figuur 3 illustreert dit.

Bij een voortzetting van gematigde groei en bij lage inflatie of zelfs lichte deflatie kan de lange rente dalen tot niveaus die wij voor het laatst in de jaren vijftig hebben gezien: 3½ à 4%. Dit zijn ook precies de percentages die het Centraal Planbureau noemt in zijn middellange-termijnraming voor 1990. Renteding is zoals bekend gunstig voor aandelen. Renteding leidt tot multiple-expansie, tot een stijging van de koers-winstverhouding. Het proces van multiple-expansie zal zich in de komende jaren nog voortzetten. Bij verdere rentedaling zullen meer en meer beleggers de stap van vastrentende waarden naar aandelen maken.

De vierde factor is de ruime hoeveelheid *liquiditeiten*, die in de wereld voor beleggingen beschikbaar is. De liquiditeitsverruiming heeft te maken met het lage groeitempo van de wereldeconomie. Er wordt weinig geïnvesteerd in kapitaalgoederen. De middelen die anders daarvoor aangewend zouden worden, vinden nu hun weg naar 'financial assets', dus naar aandelen en obligaties. Het meest sprekende voorbeeld is op dit punt wel Japan. Zoals bekend is de spaarquote in Japan hoger dan in de meeste andere landen. In het verleden waren die besparingen ook nodig om de investeringen van het Japanse bedrijfsleven te financieren. Die waren namelijk internationaal gezien ook hoog. Nu is de investeringsquote in Japan ook sterk teruggelopen en is er een spaaroverschot in Japan. Japanners kopen Amerikaanse obligaties, maar ook aandelen, in eigen land en in het buitenland. Bij een, voor Japanse begrippen, zeer bescheiden groeitempo van de economie, zijn de aandelenkoersen toch scherp omhoog gegaan omdat de beleggingsmiddelen in zo ruime mate voorhanden zijn. Ook in de komende jaren zal het liquiditeitenargument blijven gelden. Er is immers geen zicht op een duide-

lijke verhoging van de investeringsquote. Beleggingsmiddelen zullen blijven stromen naar 'financial assets', en dus ook naar aandelen.

Mijn conclusie is dat het gunstige klimaat voor aandelenbeleggingen ook de komende paar jaar zal aanhouden. De 'bull market', die in 1982 begon, heeft nog verder te gaan. De opgaande lange-termijntrend is nog intact, al is de weg omhoog er een met onderbrekingen, zoals we hebben gezien in 1984 en ook weer dit jaar. De vooruitzichten zoals die nu bestaan sterken mij echter in de verwachting dat ook in de komende jaren aandelen een beleggingsresultaat zullen geven, dat in overeenstemming is met het verleden: met aandelen loopt men meer risico, maar voor die risico-aanvaarding wordt men ook beloond.

J.J. van Duijn