

De Verdieping

Buffett-indicator wijst op dure beurs, maar werkt het knipperlicht nog?

De beleggingslegende Warren Buffett noemde de verhouding van Amerika's totale beurswaarde tot het bruto binnenlands product ooit de beste maatstaf voor hoe duur aandelen noteren. Nu die Buffett-indicator op een record staat, luidt de vraag of er een **pandoering** om de hoek loert. Of heeft de indicator na 25 jaar aan relevantie verloren?



Kris van Hamme
Redacteur
Geld & Beleggen

Nu Warren Buffett afscheid heeft genomen als CEO van zijn beleggingsholding Berkshire Hathaway, breekt een naar hem genoemde waarderingsmaatstaf alle records in de VS. De Buffett-indicator, die de waarde van alle Amerikaanse aandelen afzet tegen het bruto binnenlands product (bbp) van de Verenigde Staten, schommelt al even rond het niveau van 220 procent.

Nooit noteerde de indicator hoger, ook niet tijdens de dotcomzeepbel eind jaren 90 (zie grafiek). Dat wijst erop dat de Amerikaanse beurs gevaarlijk duur is, zoals ook andere maatstaven signaleren. Wie vandaag instapt, betaalt een hoge prijs voor de toekomstige winsten van genoteerde bedrijven. Als het verleden als gids mag gelden, dreigt zich dat te vertalen in lagere toekomstige rendementen. Al dan niet gekruid met een crash.

Maar misschien moet de Buffett-indicator wel samen met zijn bedenker met pensioen. Sinds Buffett een kwarteeuw geleden zijn indicator opwierp in een spraakmakend artikel in het magazine *Fortune*, zijn de economie en de markten veranderd. Wat doet dat met een eenvoudige indicator als die van Buffett?

De superbelgger erkende overigens zelf dat zijn formule beperkingen heeft. 'Niettemin is het waarschijnlijk de beste maatstaf om de waarden op elk gegeven moment in te schatten', stelde hij in *Fortune*. Meer was er niet nodig om de Buffett-indicator op de radar van beleggers te zetten. Ook al nuanceerde Buffett in latere jaren het belang ervan.

'De Buffett-indicator heeft het voordeel simpel en intuïtief te zijn', zegt Laurens Swinkels, directeur bij Robeco en docent aan Erasmus University Rotterdam. Swinkels publiceerde onlangs een paper over de voorspellende kracht van de Buffett-indicator voor 14 landen. Hij neemt de indicator alvast mee in de rendementsvoorspellingen die hij bij Robeco maakt, een teken van zijn blijvende relevantie.

De intuïtie achter de indicator is dat je kijkt naar

Er is een vertekening omdat je de wereldwijde winsten, van techbedrijven bijvoorbeeld, vergelijkt met het Amerikaanse bbp.

Laurens Swinkels
Directeur bij Robeco
en docent aan Erasmus
University Rotterdam

hoe groot de aandelenmarkt is in verhouding tot de economie die al die beursgenoteerde bedrijven hoort te stutten. Een snel stijgende indicator betekent dat hogere aandelenkoersen, die fundamenteel een claim zijn op alle toekomstige bedrijfswinsten, losgezongen raken van de minder snel stijgende economische output van een land.

'Als je ervan uitgaat dat de bedrijfswinsten ongeveer een vast percentage van het bbp vertegenwoordigen, dan betekenen sneller stijgende aandelenkoersen dat beleggers die toekomstige bedrijfswinsten duurder waarderen. Dat heeft tot gevolg dat je verwachte toekomstige rendement lager zal zijn', legt Swinkels uit. Met andere woorden: een forse koersstijging nu gaat ten koste van het toekomstige stijgingspotentieel. Omgekeerd voorspelt een lage Buffett-indicator bovengemiddelde aandelenrendementen de komende jaren.

Omzichtigheid

In vergelijking met een populaire waarderingsmaatstaf als de Shiller CAPE, waarbij aandelenkoersen afgezet worden tegenover de gemiddelde bedrijfswinst van de voorbije tien jaar, heeft de Buffett-indicator het voordeel dat de teller naast de prijs van een aandeel ook de eventuele uitgifte van nieuwe aandelen meeneemt (omdat de beurswaarde het product is van prijs en aantal). Hij vat op die manier extra beleggerssentiment, aangezien bedrijven doorgaans bijkomende aandelen uitgeven als de beurs duur noteert, signaleert Swinkels.

'Maar er zijn ook nadelen verbonden aan de Buffett-indicator', vervolgt hij. Die maken dat de maatstaf met de nodige omzichtigheid benaderd moet worden. Een eerste belangrijke bedenking is de impact van de rente', zegt Swinkels. Om al die toekomstige bedrijfswinsten van een aandeel terug te rekenen naar een koers, worden ze afgezet tegen de huidige rente. Hoe hoger de rente die een belegger kan verdienen op obligaties - die minder risicovol zijn dan aandelen - hoe minder aantrekkelijk aandelen worden. Hogere rentes vertalen zich in lagere aandelenkoersen en omgekeerd, los van hoe het bbp evolueert. Renteschommelingen vertekenen de Buffett-indicator.

Tot 2022 was de hardnekkig lage rente een belangrijke factor achter stijgende aandelen-

koersen en een stijgende Buffett-indicator', zegt Swinkels. Met de inflatiepoot in het spoor van de pandemie en de oorlog in Oekraïne is de rugwind van die zeer lage rente weggevaan. De rente ging de hoogte in. 'Niettemin ging ook de Buffett-indicator vanaf 2023 weer hoger, zodat andere zaken spelen', zegt Swinkels.

Select clubje

Een tweede spelbreker is het groeiende aandeel van exportwinsten in het resultaat van genoteerde bedrijven. Hoe groter het belang van de export, hoe kleiner de link met het binnenlandse bbp. 'Je bent dan steeds meer wereldwijde winsten - van techbedrijven bijvoorbeeld - aan het vergelijken met het Amerikaanse bbp, wat weer voor een vertekening zorgt', zegt Swinkels.

Door de globalisering van de voorbije decennia is de Amerikaanse beurs niet meer dezelfde barometer als een kwarteeuw geleden, zegt ook Wouter Verlinde. Hij beheert het Europese small- en midcapfonds van Value Square, dat Buffetts filosofie van waardebeleggen omarmt.

'In de jaren 70 was de Amerikaanse aandelenbeurs een goede afspiegeling van de nationale economie, met genoteerde bedrijven die slechts een tiende van hun omzet in het buitenland verdienden. Vandaag is het belang van de buitenlandse omzet gestegen tot 40 procent, zodat de Amerikaanse beurs eerder een barometer van de wereld economie is geworden', stipt Verlinde aan.

'Ook de winstmarges van Amerikaanse bedrijven zijn in diezelfde periode structureel gestegen. Van ongeveer 5 procent in 1970 naar 11 à 12 procent vandaag' (zie grafiek), vervolgt Verlinde. 'Omdat bedrijven een groeiend deel van de economische koek opscisen, is het logisch dat hun waarde dan meer groeit dan de koek zelf'. Het ondergraaft een uitgangspunt van de Buffett-indicator: dat bedrijfswinsten min of meer een vast percentage van het bbp vertegenwoordigen.

Technologiebedrijven - en hun hoge winstmarges - drukken vandaag een grotere stempel op de Amerikaanse beurs. Dat blijkt ook uit de dominantie van de Magnificent Seven-aandelen (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia en Tesla). Het helpt te verklaren waarom de Buffett-indicator is toegenomen, terwijl het aantal genoteerde bedrijven in de VS al decen-

4

Het is nog maar de vierde keer in de voorbije 60 jaar dat de Buffett-indicator zo ver uitstijgt boven zijn trendlijn. Wat gebeurde er in de vorige drie episodes? Weinig goeds.



nia in dalende lijn zit. Dat laatste zou de indicator moeten drukken.

'Veel kapitaalintensieve bedrijven - typisch lager gewaardeerd - zijn van de beurs verdwenen. Wat overblijft, zijn vaak de zogenaamde winnaars: dominante platformbedrijven met enorme schaalvoordelen en prijszettingmacht. De beurs weerspiegelt daardoor het kruin van de economie in plaats van een gemiddelde', zegt Verlinden.

Swinkels voegt eraan toe dat het door de toenemende marktmacht van een select clubje bedrijven in talloze sectoren niet uitmaakt dat er minder bedrijven noteren. Toch niet als die enkelingen evenveel marktaandeel inpalmten als de talrijkere, kleinere bedrijven voordien.

Met vuur spelen

Om de recente klim van de Buffett-indicator te verjaren, tegen de gestegen rente in, wijst Swinkels op nog een beperking van de indicator: 'Ergens vergelijk je twee verschillende zaken. In de teller heb je toekomstige winsten, terwijl de noemer het bbp van vandaag omvat. Het gaat om verschillende periodes. En die verwachte winstgroei hoeft niet constant te zijn. Een stijgende teller - en indicator - kan erop wijzen dat beleggers een hogere winstgroei verwachten, bijvoorbeeld dankzij een nieuwe technologie als artificiële intelligentie.'

'Dat laatste speelt vandaag een grote rol', vervolgt Swinkels. 'Het verklaart waarom de Buffett-indicator in Europa - waar de rente ook lange tijd laag was en de exportwinsten ook aan belang gewonnen hebben - niet dezelfde klom als in de VS gekend heeft. Het verschil: Europa heeft geen dominante techreuzen die de verwachte winstgroei stuwten.'

'We weten uit het verleden ook dat er periodes zijn waarin beleggers en analisten al te enthousiast het winstpotentieel van een nieuwe technologie inschatten. Die vraag moet je ook vandaag stellen, en hier bewijst de Buffett-indicator zijn relevantie', zegt Swinkels.

Voor hem blijft de indicator een nuttig knippenlicht voor dure aandelenbeurzen en bijgevolg lagere verwachte beleggingsrendementen. 'Bij Robeco gebruiken we hem in het opstellen van onze rendementsvoorspellingen op vijf jaar. Samen met andere waarderingsbarometers, zoals de Shiller CAPE.' Die laatste beweegt trouwens opvallend gelijk met de Buffett-indicator, als je ze samen op een grafiek van de voorbije eeuw legt.

Het huidige niveau van de indicator voor de VS, 222 procent, komt volgens Buffett overeen met 'met vuur spelen'. Hij trekt die grens vanaf 200 procent.

Een andere manier om de huidige forse waardering te vatten, is door te kijken in welke mate de indicator afwijkt van zijn historische trendlijn (die rekening houdt met de natuurlijke toename van de indicator). Die afwijking bedraagt nu meer dan twee standaarddeviaties (een maatstaf voor de

spreiding van data rond het gemiddelde), wat uitzonderlijk veel is. Het is nog maar de vierde keer in de voorbije 60 jaar dat de Buffett-indicator meer dan twee standaarddeviaties boven de trendlijn zit, leert een analyse van beleggingsadviseur The Motley Fool.

De logische vraag: wat gebeurt er in die vorige drie episodes? Het antwoord: weinig goeds. Elk van die voorgaande periodes - eind jaren 60, 2000 (dotcom) en 2021-2022 - eindigde in stevige verliezen voor de Amerikaanse S&P500-index. Overigens wordt voor de berekening van de Buffett-indicator typisch de Wilshire 5000-index gebruikt als vertegenwoordiger van de totale Amerikaanse aandelenmarkt.

Historisch hoge cashberg

Bij Value Square nemen ze de 'gedateerde' Buffett-indicator niet al te serieus. Wat niet wegneemt dat ook de Gentse vermogensbeheerder de Amerikaanse beurs 'erder duur' vindt in historisch perspectief, toch zeker de largecaps (grote bedrijven).

Dat leren niet alleen de gebruikelijke ratio's zoals de koerswinst, aldus Value Square, maar ook een onbedoelde indicator die aan Buffett gelinkt is: de historisch hoge cashpositie van zijn holding Berkshire Hathaway, die eind vorig jaar was aangeworven tot 382 miljard dollar. 'Dat de cash al enkele kwartalen niet geheel geïnvesteerd wordt en hier en daar zelfs sprake is van desinvesteringen, is een teken aan de wand', signaleert Verlinden.

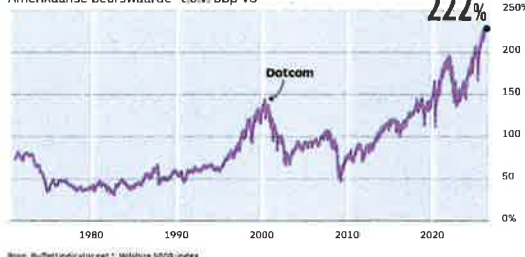
Swinkels nam de proef op de som door de voorspellende kracht van de Buffett-indicator te onderzoeken, niet enkel voor de VS maar voor 13 andere OESO-landen, en dat vanaf 1973. De vraag is of de indicator er daadwerkelijk in slaagt een relatief dure of goedkope beurs te signaleren, en of beleggers die daarnaar handelen extra rendement realiseren.

De conclusie? 'De Buffett-indicator verklaart een groot deel van de variatie in de tienjaarsrendementen voor de meerderheid van de landen, luidt het in de paper. Een lage indicator voorspelde doorgaans bovengemiddelde aandelenrendementen in de volgende jaren, een hoge indicator gemiddeld teleurstellende rendementen. Anders gezegd: beleggen in de landen waarvoor de indicator de hoogste rendementen voorspelde, leverde ook effectief extra return op. In het verleden althans.

Een belangrijke nuance is dat het om de evolutie van de Buffett-indicator binnen een land gaat. Vergelijken tussen landen heeft weinig zin. Zo hebben de VS met hun uitgesproken aandelencultuur een structureel hogere Buffett-indicator dan Europese landen. De kapitaalmarkten spelen in Amerika een veel grotere rol in de economie dan in Europa, waar bankfinanciering dominant is. Dan is het niet onlogisch dat de Buffett-indicator voor bijvoorbeeld Duitsland vandaag ongeveer 56 procent bedraagt. Voor ons land is dat 72 procent.

RECORDKLIM VOOR BUFFETT-INDICATOR

Amerikaanse beurswaarde* t.o.v. bbp VS



STIJGENDE BEDRIJFSWINSTEN

Amerikaanse bedrijfswinsten t.o.v. bbp VS

