

"Beursgenoteerde aandelen zijn passé, lang leve private equity"

Vincent Juvyns

In augustus 1979 stond in het weekblad *Businessweek* de kop "*The death of equities: How inflation is destroying the stock market*". Gelukkig kwam deze profetie niet uit, want de centrale banken wisten de hyperinflatie als gevolg van de oliecrises in de jaren zeventig te 'verslaan' en de S&P 500 is sinds 1979 gestegen met meer dan 2600% (exclusief dividenden). De daling van het aantal beursgenoteerde bedrijven en nieuwe beursgangen met respectievelijk 35% en 50% sinds eind jaren '90 van de vorige eeuw in de Verenigde Staten, voedt echter opnieuw de stelling dat de aandelenmarkten passé zijn.

Vandaag de dag is het niet een stijgende inflatie die ervan wordt 'beschuldigd' schade toe te brengen aan de aandelenmarkten, maar veeleer de structurele zwakte van de inflatie. Die dwingt de centrale banken om het extreem accommoderende monetaire beleid dat ze na de crisis van 2008 hebben gevoerd, voor onbepaalde tijd te handhaven.

Het gecombineerde effect van de uitgedijde balansen van centrale banken en de doorgevoerde renteverlagingen is tot nu toe vooral ten goede gekomen aan de wereldwijde obligatiemarkten. Hun marktkapitalisatie is sinds 2008 met 50% gestegen tot 120 biljoen dollar¹ nu, terwijl hun rendementen aanzienlijk zijn gedaald. Obligaties met een negatieve rente maken nu 25% uit van de totale marktkapitalisatie en we verwachten dat de rente nu structureel laag zal blijven.

Het zou logisch zijn geweest als beleggers zich door deze dynamiek hadden gewend tot beleggingscategorieën met een groter rendementspotentieel, zoals aandelen. Ondanks de uitstekende prestaties van de aandelenmarkten (+400% voor de S&P 500 sinds het dieptepunt op 9 maart 2009), is het accommoderende monetaire beleid er echter niet in geslaagd om spaargeld naar risicovolle beleggingen te laten stromen. Daarvan getuigt de huidige mate waarin huishoudens hun vermogen in aandelen hebben ondergebracht, wat nog steeds onder het niveau van vóór 2008 ligt. Volgens de OESO² maakten aandelen in 2007 gemiddeld 26% uit van de financiële activa van huishoudens, terwijl dat nu 23% is, ondanks de lage rendementen op obligaties en spaargeld. Bij institutionele beleggers is de blootstelling naar aandelen ook relatief lager dan vroeger gebleven door strengere regelgeving.

In de afgelopen jaren hebben bedrijven geprobeerd deze erosie van hun aandeelhoudersbasis tegen te gaan en bestaande aandeelhouders te behouden met relatief stabiele dividenden,

variërend van 1,9% in de VS tot 4,1% in het Verenigd Koninkrijk. Verder hebben ze onder meer hun aandeleninkoopprogramma's opgevoerd, waardoor het rendement van dividenden en buybacks voor aandeelhouders naar 4,7% in de VS is gestegen en naar gemiddeld 4,3% voor de MSCI World.³

Vincent Juvyns

Executive Director, Global Market Strategist bij J.P. Morgan Asset Management



Expected returns for global equities have improved
Expected Returns 30 Sep '19 vs. 31 Mar '20 selected assets

Equities and alts (% local expected return)			
Asset	30 Sep '19	31 Mar '20	Change
AC World Equity*	6.5%	8.1%	1.6%
U.S. Large Cap Equity	5.6%	7.2%	1.6%
Euro Area Large Cap Equity	5.8%	8.2%	2.4%
Japanese Equity	5.5%	6.5%	1.0%
EM Equity*	9.2%	10.5%	1.3%
Australian Equity	5.8%	8.6%	2.8%
Private Equity	8.8%	9.8%	1.0%
U.S. Core Real Estate	5.8%	6.6%	0.8%

* Composite returns are listed in USD terms.

Source: LTCMA, J.P. Morgan Asset Management Multi-Asset Solutions. Data as of April 2020.

Hoewel deze rendementen gunstig afsteken tegen die van de meeste obligatiesegmenten, zijn beleggers nog steeds terughoudend met het beleggen in aandelen, wat veel bedrijven ertoe aanzet om hun financieringsmethoden te heroverwegen. Terwijl beursgangen en aandelenemissies historisch gezien een flexibele en goedkope financieringsbron zijn, maken de structureel lage rentes en de directe steun van centrale banken voor de kredietmarkten de uitgifte van obligaties vaak aantrekkelijker. Veel bedrijven aarzelen niet langer om schulden aan te gaan om meer eigen aandelen terug te kopen en zich zo

te bevrijden van de grillen van de beurzen. Het aantal uitstaande aandelen en het aantal beursgenoteerde bedrijven zal waarschijnlijk blijven dalen zolang de kosten van schulden zo laag blijven; dat wil zeggen zolang centrale banken hun huidige monetaire beleid handhaven en beleggers wegblijven van de aandelenmarkten, twee fenomenen die dus met elkaar samenhangen.

Hoewel beursgenoteerde aandelen vandaag de dag niet meer populair zijn bij beleggers, is dit niet het geval voor private equity. Zo kenden private-equityfondsen sinds 2016⁴ een recordinstroom van meer dan 500 miljard dollar per jaar. Het merendeel van dit kapitaal is belegd, vooral in techbedrijven. Zij lijken dit soort financiering aan te jagen, aangezien ze meer dan 30% uitmaken van de private-equitymarkt, terwijl dat bij publieke markten als de S&P 500 "slechts" 21,5% is. Private equity-fondsen beschikken over aanzienlijke reserves ("dry powder"). Deze reserves worden geschat op meer dan 500 miljard dollar, waardoor ze de beursgenoteerde aandelenmarkten de komende jaren nog iets meer kunnen uitdagen. Bezien over een horizon van 10 tot 15 jaar schatten we het potentiële jaarlijkse rendement van private equity op 9,8%, tegenover 7,2%⁵ voor Amerikaanse largecap-aandelen.

Om kort te zijn: de aandelenmarkten zijn dus niet passé, maar hun toekomst ligt misschien steeds meer in private equity. Dat verdient daarom een strategische plaats in onze portefeuilles, ondanks de lagere liquiditeit.

Noten

- 1 J.P. Morgan Asset Management, "US Guide to the markets 2Q 2020".
- 2 OESO (2020), Household financial assets (indicator). doi: 10.1787/7519b9dc-en (Accessed on 12 May 2020)
- 3 J.P. Morgan Asset Management, "EMEA Guide to the markets 2Q 2020".

- 4 J.P. Morgan Asset Management, "Guide to alternatives 1Q 2020", categorieën voor kapitaal aantrekking zijn van Prequin en omvatten een schatting van het jaarlijks aangetrokken kapitaal in closed-end fondsen.
- 5 J.P. Morgan Asset Management, "LTCMA Mark-to-Market: COVID-19 – New cycle, new starting point".