



# GEEN RECESSIE, MAAR TE HOGE WAARDERINGEN

Door Harry Geels

Volgens John Bilton, Head of Global Multi-Asset Strategy van J.P. Morgan Asset Management, is het groeiniveau van de economie te laag om de huidige hoge waarderingen te rechtvaardigen. Zijn Multi-Asset Solutions-team verwacht 'gedempte' rendementen, geeft de voorkeur aan kwaliteit boven wat goedkoop oogt en aan 'relative value' boven directionele 'bets'. Hij ziet kansen voor high yield nu een recessie onwaarschijnlijk lijkt.

## Maakt de wereldeconomie zich op voor een globale recessie?

'In ons strategieteam besteden we veel tijd aan deze vraag. Eind vorig jaar was er namelijk een combinatie van factoren die de markten allemaal op hetzelfde moment raakten. Denk aan de scherpe daling van de olieprijs, zwakke economische cijfers uit China en de Fed die de rente verhoogde. Op zich waren deze factoren afzonderlijk beheersbaar geweest, maar juist in combinatie hebben ze tot veel onrust geleid. Analisten spraken toen nog maar over drie zaken. Ten eerste over het flink oplopen van de credit spreads, wat veel analisten zien als een 'leading indicator' voor het zwakker worden van de economie. Beleggers gingen zich afvragen of de kredietmarkten iets wisten wat anderen nog niet zagen. Ten tweede was daar de afname van de productiegroeicijfers in veel landen, wat enerzijds kon worden toegeschreven aan de daling van de olieprijs en anderzijds aan de economische teruggang in opkomende markten. Ook in de VS zagen we een daling in de productiecijfers. Ten derde maakten beleggers zich zorgen over opkomende markten, waar de groei flink is teruggezaakt. Deze drie effecten gecombineerd leiden na een grondige analyse van onze kant echter niet tot de conclusie dat er een recessie aankomt. Het oplopen van de credit spreads had vooral één oorzaak, namelijk de slechter geworden financiële situatie van de energiesector door de daling van de olieprijs, plus een zekere mate van 'derisking'. De daling van de productiecijfers kon vooral op het conto van de metaalsector en de machine-industrie worden geschreven. Alle andere sectoren van de economie groeiden nog gewoon. Sinds 1990 hebben we vijfmaal eerder een teruggang in de metaal- en machinesector

gezien, zonder een daaropvolgende economische recessie. Ook andere indicatoren wijzen erop dat de kans op een recessie op dit moment klein is. De stimuleringsmaatregelen van de centrale banken en de Chinese overheid bieden ook enige ondersteuning aan het scenario dat de business cycle nog steeds omhoog wijst, hoewel we nu waarschijnlijk op een minder steil groeipad zitten dan we historisch gezien gewend zijn.'

## Zijn er verschillen in groei per regio?

'Het is interessant om op te merken dat de VS goed is in het exporteren van recessies, maar niet in het importeren van recessies. Als de VS in een recessie terecht zou komen, zullen we een meer wereldwijde crisis zien. Maar zelfs vandaag de dag kunnen grote delen van de wereld, zeg nu Europa en China, economische problemen hebben, zonder dat de VS omver rolt. De VS is namelijk een grote, tamelijk gesloten en vooral op het binnenland georiënteerde economie. En de VS doet het nu redelijk goed: de huizenmarkt en consumentenbestedingen groeien nog altijd en de productiesector stabiliseert. Pas als de werkloosheidscijfers met 40 tot 50 basispunten zouden stijgen vanaf het laagste punt in de cyclus, worden we ongerust. Maar daar zien we nu nog geen enkel bewijs voor.

Buiten de VS maakt China een transitie door van een investeringsgedreven naar een servicegedreven groei. Zelfs als de actuele groeicijfers onder de officieel gepubliceerde cijfers liggen, zoals sommige gegevens impliceren, groeit China nog steeds. Stimuli van de Chinese autoriteiten zullen in ieder geval op de korte termijn belangrijk zijn. Een harde

landing in China is zeker niet ons basisscenario. Maar de groeitrend zal in China vanzelf afnemen, nu de bevolking van het land rijker wordt. Dit is een natuurlijk pad dat opkomende landen na verloop van tijd zien. Ter vergelijking, in India ligt het BBP per hoofd van de bevolking nog steeds onder \$ 2.000 en verwachten we in het komende decennium groeipercentages boven 7% per jaar, terwijl in Taiwan het BBP per hoofd boven \$ 20.000 ligt en de verwachte groeipercentages de komende jaren rond de 3% liggen. In China ligt het BBP nu rond de \$ 7.000 per hoofd en we zien de groei van het BBP afnemen van ongeveer 7% tot circa 4% in de komende tien jaar.

In Europa focussen we ons op dit moment meer op de politieke dan op de economische risico's. Voor een deel is dit te danken aan de duidelijke ondersteuning door de ECB van de Europese economie. Europa herstelt van een grote crisis en we beginnen nu het herstel van de bankbalansen



### CV John Bilton

John Bilton, CFA, is managing director en Head of Global Multi-Asset Strategy voor het Multi-Asset Solution-team van J.P. Morgan Asset Management in Londen. Voordat hij in 2014 voor JPMorgan kwam werken was hij onder andere Head of European Investment Strategy bij Bank of America-Merrill Lynch en bekleedde hij diverse functies bij Barclays Capital en Accenture. Bilton heeft Scheikunde gestudeerd aan de University of Bristol en heeft zijn M.B.A. gedaan aan de MIT Sloan School of Management.

en het begin van een nieuwe kredietcyclus te zien.

Europese consumenten zijn conservatief, vooral in tijden van crises, hetgeen kan worden afgeleid uit relatief hoge spaarquotes in vergelijking tot die van de Anglosaksische economieën. Maar het verleden bewijst dat, als het beter gaat, Europeanen flink kunnen uitgeven. Afgezien van een politiek ongelukkig scenario, bijvoorbeeld een Brexit die tot besmettingsgevaar in de EU kan leiden, zien we Europa buiten recessieterritorium blijven.'

### Staan de Europese banken er beter voor of vormen ze nog steeds een bedreiging voor de economische groei in Europa?

'Als er naar factoren als 'non-performing loans' wordt gekeken, kampen Europese banken overduidelijk nog steeds met de gevolgen van de crisis. Maar als we kijken waar de banken vandaan komen, staan ze er een stuk beter voor. Banken hebben bijvoorbeeld de stabiliteit van hun balans verbeterd. Het Core Tier I-vermogen staat momenteel gemiddeld genomen op ongeveer 12% en staat daarmee boven de gestelde limieten. De 'loans-deposits ratio' is gezakt van circa 115% voor de crisis tot iets meer dan 100% nu. Dat betekent een significante 'deleveraging'. De markten zijn echter nog nerveus over noodzakelijke liquiditeiten. Maar dankzij het ECB-beleid maken we ons hier nog niet zo'n zorgen over. Het tweede aandachtspunt is de grote hoeveelheid regulering: kunnen banken dat wel allemaal absorberen? Wij denken dat wat betreft regulering de 'high-water mark' wel bereikt is. Zelfs de autoriteiten zijn regelmoe aan het worden. De kans is groot dat er bijvoorbeeld geen Basel IV meer komt.

Onze grootste zorg betreft de Coco's. Zij vormen een nog niet geteste propositie. Wat gebeurt er in de financiële markten als een van de Coco's getriggerd wordt, dus door verslechtering van een bankbalans wordt omgezet in aandelen? Gaat dat besmettingsgevaar opleveren? En zo ja, gaan we dan van kwaad tot erger, met een nieuwe bankencrisis tot gevolg? Gezien het sterke herstel van de bankbalansen, is dit voor ons overigens geen kortetermijnzorg. Bovendien maken Coco's als geheel slechts ongeveer 0,3% van de bankbalans van de Europese banken uit. Maar wij kunnen Coco's wel rationeel gezien een beheersbaar risico vinden, beleggers met al hun sentimenten kunnen er anders over denken.'

### Werkt het stimulerende monetaire beleid eigenlijk nog wel?

'Het gebruikelijke antwoord is dat we geen statistisch bewijs hebben voor of tegen het beleid van negatieve rentes. We weten niet waar we zouden staan als de centrale banken hun ruime monetaire beleid niet zo zouden hebben gevoerd. In het algemeen zijn de meeste analisten het

erover eens dat lage rentes desinflatie tegengaan en dat ze in eerste instantie economisch gezien stimulerend werken. Begint het beleid zo langzamerhand minder effectief te worden? Waarschijnlijk wel.

De olieprijs speelt natuurlijk een belangrijke rol: het heeft het beleid van de ECB om inflatie aan te wakkeren, gefrustreerd.

Een belangrijke vraag is of monetair beleid op zichzelf in staat is de economie op de langere termijn aan te zwengelen. Het antwoord hangt af van waar we staan in de economische cyclus. Als de economie er slecht voor staat, is ruim monetair beleid meestal effectief, via het vergroten van 'wealth effecten' en het afwenden van 'worst-case scenarios'. Als de economie niet in een crisis zit, werkt monetair beleid waarschijnlijk niet zo sterk als economische versneller. In dit geval is monetair beleid een stabilisator en geen versneller. Als de economie verbetert, werken fiscale stimulering of overheidsinvesteringen beter als versnellers. De bal ligt nu vooral bij de Europese politiek.

Overigens gaat het economisch gezien pas echt beter als consumenten weer gaan besteden. Helaas zitten die in Europa nu nog steeds vast in het idee dat het crisis is. Monetair beleid kan daar weinig aan veranderen. Fiscale stimulering zal waarschijnlijk een grotere invloed hebben.'

### Hoe moeten beleggers hun portefeuilles positioneren?

'Er is nu sprake van een paradox. We bevinden ons enerzijds in een situatie waarin we meer vertrouwen hebben, in de zin dat we zeer waarschijnlijk geen recessie krijgen. Anderzijds zijn de meeste beleggingscategorieën te duur om bovenmaatse rendementen te verwachten. Gezien de lage groei staan waarderingen simpelweg te hoog om een duidelijke directionele 'bet' op bepaalde beleggingscategorieën te doen. Voor de S&P 500 betalen beleggers nu ongeveer 16,5 keer de winst voor een consensusgroei van de winst van 2%. Drie jaar geleden betaalden we slechts 14 keer de winst voor een consensusgroei van bijna 10%. Er wordt dus aanzienlijk meer betaald voor veel minder groei. In ons basisscenario van lage groei, maar geen recessie, gaat het minder om waarderingen en meer om het behoud van kapitaal en zekerheid over rendementen. Met het oog hierop hebben we een voorkeur voor Amerikaanse large caps en een 'high-quality bias' wat betreft de Europese aandelenmarkten. In een wereld van lage groei en lage rentes blijven kwaliteit en een veilig dividendrendement naar alle waarschijnlijkheid aantrekkelijke vertrekpunten. Wat betreft staatsobligaties hebben we een voorkeur voor markten met een relatief hogere rente, zoals Amerikaanse en Australische staatsobligaties, boven obligatiemarkten met zeer lage of negatieve rentes. Beleggers in



bedrijfsobligaties, vooral high yield, zijn te veel van het recessiescenario uitgegaan. Spreads zijn hier weer aantrekkelijk geworden. Hier kunnen we op betere waarderingen instappen dan bij aandelen. De ontwikkeling van de dollar blijft ten slotte ook belangrijk. Als de consolidatie aanhoudt en we geen vernieuwde opleving van de dollar zien, zal dit opkomende markten en aan grondstoffen gerelateerde activa helpen om op de langere termijn sommige van hun structurele uitdagingen het hoofd te bieden.' «

- We zitten economisch gezien op een lager groeipad dan we historisch gewend zijn.
- In Europa is er meer bezorgdheid over politieke dan over economische risico's.
- Europese banken staan er beter voor dan tijdens de kredietcrisis.
- Het gaat in Europa pas echt beter als consumenten weer gaan besteden.
- Bedrijfsobligaties, vooral high yield, zijn te pessimistisch geweest over een mogelijke recessie.