

Beleggen in een recessie

Hoe speel ik in op de recessie?

Worstelt u beroepsmatig met een beleggingskwestie. Vraag het Dr. Hoe via drhoe@iex.nl.

door Dr. Hoe

Beste Dr. Hoe, Ik hoor overal dat het onvermijdelijk is dat er een recessie voor de deur staat. Hoe kan ik mijn beleggingsportefeuille daarvoor het beste inrichten? Heeft het nog zin om op de huidige koersniveaus mijn aandelen in te ruilen voor obligaties, cash of andere instrumenten?

In theorie is er een heel simpele formule voor beleggen tijdens recessies. In de eerste fase zijn vastrentende waarden de veilige haven bij uitstek. Om de economie weer aan te jagen, wordt de rente verlaagd waardoor de waarde van bestaande obligaties stijgt. Bovendien kiezen veel grote institutionele beleggers in deze periode voor de zekerheid van obligaties, waardoor de koers nog verder opgedreven wordt. Zodra de recessie over het hoogtepunt heen is, moeten aandelen weer het middelpunt van de beleggingsportefeuille worden omdat de beurs in de regel zes tot negen maanden vooruit loopt op de economie. Op deze wijze kon er in recente recessies telkens een rendement van ten minste 10% of meer geboekt worden. Momenteel kleven er echter twee grote nadelen aan deze aanpak. Allereerst is het heel lastig om aan te geven wanneer een recessie precies begint. Er is zelfs volop discussie over wat een recessie precies is. De meeste beleggers zien het als twee opeenvolgende kwartalen van negatieve economische groei. Het toonaangevende Amerikaanse National Bureau of Economic Research (NBER) definieert het onder tussen als een significante daling van de economische activiteit die langer

Dr. Hoe is het pseudoniem van de experts uit het columnistengilde en de redactie van IEX. Vragen aan Dr. Hoe kunt u stellen door een mail te sturen naar drhoe@iex.nl.

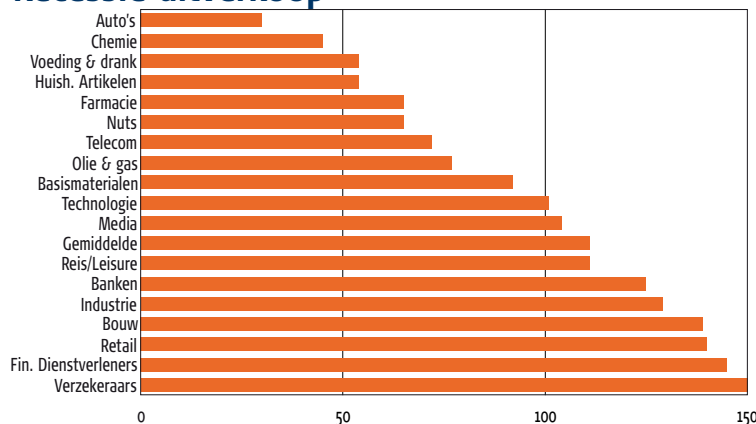
duurt dan een paar maanden en terug te zien is in het bruto nationaal product, inkomen, werkgelegenheid, industriële productie en winkerverkopen. Het grote nadeel is dat dit allemaal pas zichtbaar wordt als de recessie ruim achter de rug is. Het NBER kon bijvoorbeeld pas op 16 juli 2003 met zekerheid melden dat de Amerikaanse economie in november 2001 officieel in een recessie terecht was gekomen! Afgezien van de problemen met het precieze timen van een recessie, wordt het huidige beeld op de financiële markten ook flink vertekend door de kredietcrisis. U bent namelijk niet de enige die zich afvraagt of het wel zin heeft om aandelen op de huidige koersniveaus nog van de hand te doen.

11% kans op recessie

Strateeg Karen Olney van Effectenhuis Merrill Lynch heeft onderzocht in hoeverre de vrees voor een recessie al in Europese beurskoersen is

verwerkt. Daarvoor werd de huidige waardering afgezet tegen het gemiddelde over de afgelopen 35 jaar. De voornaamste uitkomst was dat aandelen nu 38% goedkoper zijn dan wat op de lange termijn gebruikelijk is. Merrill Lynch becijferde vervolgens dat de gemiddelde winstdaling tijdens de voorgaande vier recessies uitkwam op 34%, wat tot de opmerkelijke conclusie leidde dat de kans op een recessie op basis van de huidige beurskoersen maar liefst 11% is. Behalve dat statistiek soms uitermate geschikt is om beleggers een rad voor ogen te draaien, geeft dat percentage vooral aan dat er al enorm veel potentiële ellende in de beurskoersen is verwerkt. Op basis van eerdere recessies lijkt het nu inderdaad te laat om het aandelensegment van de beleggingsportefeuille af te bouwen. Het heeft echter wel degelijk zin om de positionering over verschillende sectoren eens goed tegen het licht te houden, want de ene bedrijfstak

Recessie-uitverkoop



Het risico van een recessie zit bij veel sectoren al ruimschoots in de koers verwerkt. In bovenstaande tabel ziet u per bedrijfstak hoeveel economische tegenwind er al in de koers zit volgens onderzoek van Merrill Lynch. Een score van boven de 100 geeft aan dat het gevaar van een recessie volledig verdisconteerd is.



waardoor de koers onder druk komt te staan. Voor high yield-obligaties is het nog te vroeg. Deze riskante leningen zijn in de periode vlak voor het eind van een recessie altijd één van de best presterende vermogensklassen. De waardering oogt nu weliswaar heel aantrekkelijk met couponrendementen die kunnen oplopen tot wel 12% of 15%. Op de manier waarop

de financiële markten momenteel in elkaar steken is het echter een kwestie van tijd voordat veel high yield-bedrijven niet meer aan de verplichtingen kunnen voldoen of er niet in slagen een aflopende lening te herfinancieren. Het is nu simpelweg nog te vroeg om echt optimistisch te worden, hoe aantrekkelijk de koersniveaus ook zijn.

05

RECESSIEAANDELEN OP HET DAMRAK

SNS Securities heeft onlangs een rapport gepresenteerd waarin werd berekend wat de gevolgen zijn voor het operationeel resultaat van beursgenoteerde Nederlandse bedrijven als de omzet met 10% of 20% terugvalt. De uitkomsten laten zich grotendeels goed voorspellen. IT-bedrijven zoals ICT en Logica, waarvan duur personeel het grootste deel van de kosten vormt, krijgen het bijvoorbeeld heel zwaar als de economie snel afzwakt. ICT voert de lijst van meest kwetsbare ondernemingen aan. Als de omzet met 20% daalt, valt het operationeel resultaat volgens SNS Securities terug van 8,2 miljoen euro tot een verlies van 4,7 miljoen. Dat is dus een daling van maar liefst 157%. De verrassing komt bij het overzicht van aandelen

waarbij volgens SNS Securities een omzetzdaling relatief beperkte gevolgen heeft voor de bottom-line. Tom Tom en ASML staan allebei in deze top-5, terwijl beide ondernemingen juist bij uitstek bekend staan als kwetsbare aandelen in economisch mindere tijden. De spagaat ontstaat doordat het effectenhuis alle ondernemingen doorlicht op basis van dezelfde hypothetische omzetzdaling, terwijl een recessie in de praktijk de inkomsten van het ene bedrijf veel harder raakt dan het andere.

Meest gevoelig	Minst gevoelig:
ICT	InnoConcepts
Telegraaf	KPN
Grotmij	SBM Offshore
LBI International	ASML
Logica	Tom Tom