

In het hoofd van de belegger

Mei 2020

Is deze recessie gunstig voor groeiaandelen?

Voorafgaand aan de huidige recessie dachten wij dat beleggers baat zouden hebben bij het diversifiëren van hun portefeuilles met staatsobligaties, macrofondsen en liquiditeitsfondsen. Ook dachten wij dat een focus op kwaliteitsaandelen en het vermijden van overwogen posities in aandelen, mid/smallcap- en groeiaandelen, zou bijdragen aan het beschermen van het rendement tijdens een recessie¹. De meeste van deze ideeën pakten goed uit, maar groeiaandelen bleven doorgaan met hun outperformance ten opzichte van waarde aandelen.

Wij dachten dat waarde aandelen beter zouden kunnen presteren dan groeiaandelen in een recessie, omdat de waarderingsspremie van groeiaandelen ten opzichte van waarde aandelen een niveau had bereikt dat sinds 2000 niet meer was voorgekomen. Hierdoor gingen we ervan uit dat groeiaandelen mogelijk ondermaats zouden presteren, zoals ze ook deden tijdens het uiteenspatten van de dotcom-zeepbel in het begin van de jaren '00. De waarderingsspremie van groeiaandelen nam toen af ten opzichte van waarde aandelen (**Figuur 1**).

FIGUUR 1: VERSCHIL KOERS/WINSTVERHOUDING MSCI WORLD GROWTH EN VALUE

12-maands voortschrijdende K/W MSCI World Growth minus MSCI World Value



Bronnen: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 30 april 2020.

AUTEUR

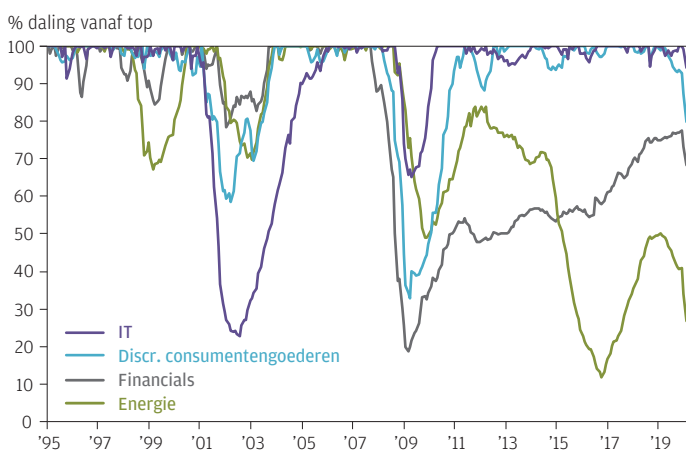


Michael Bell
Global Market Strategist

¹ Zie "Portfolio Considerations for Investors Concerned About a Downturn" (In het hoofd van de belegger, 3 september 2019).

Tijdens de laatste twee recessies daalde de koers/winstverhouding van groeiaandelen ten opzichte van die van waarde aandelen. Groeiaandelen presteerden in het begin van de jaren '00 ondermaats tijdens de bearmarkt, maar tijdens de laatste recessie waren het waarde aandelen die zich kenmerkten door underperformance. De prestaties van waarde bleven achter doordat de winsten in waardesectoren, zoals energie en financials, sterker daalden dan de winsten in groeisectoren, zoals technologie en discretionaire consumentengoederen. Dat compenseerde de gedaalde K/W-verhouding van groeiaandelen ten opzichte van waarde aandelen. De outperformance van groeiaandelen in de laatste recessie stond in contrast met het beeld in het begin van de jaren '00, toen de winsten in de sectoren technologie en discretionaire consumentengoederen sterker daalden dan de winsten in de financiële en energiesector (Figuur 2).

FIGUUR 2: DALING VOORSCHRIJDENDE WINST PER AANDEEL MSCI WORLD



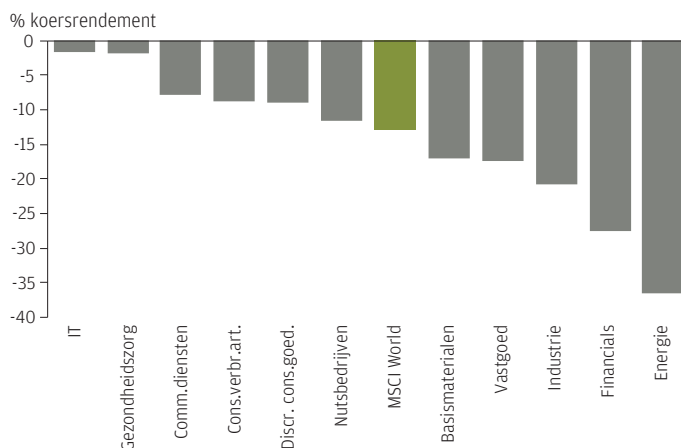
Bronnen: IBES, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Voortschrijdende winsten per aandeel luiden in USD. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 30 april 2020.

Tot dusver hebben groeiaandelen tijdens de huidige recessie beter gepresteerd dan waarde aandelen, aangezien de winstverwachtingen voor waarde aandelen meer zijn gedaald dan voor groeiaandelen, en de waarderingsspremie van groeiaandelen is niet gedaald ten opzichte van waarde aandelen.

Het ongewone aan deze recessie is natuurlijk dat deze wordt veroorzaakt doordat mensen gedwongen worden om thuis te blijven. Sommige groeiaandelen in de sectoren technologie, discretionaire consumentengoederen en communicatiediensten, profiteren van de hierdoor ontstane toename van thuiswerken en e-commerce. Ook is er de gedachte ontstaan dat de huidige situatie ervoor kan zorgen dat de verschuiving naar meer thuiswerken langdurig zal zijn en dat de bestaande trend van online consumptie en reclame versnelt.

Intussen hebben sommige cyclische waardesectoren, zoals energie, geleden onder de ongewoon grote daling van de vraag naar olie, terwijl de financiële sector is getroffen door lagere rentetarieven en zorgen over potentiële verliezen op leningen (Figuur 3).

FIGUUR 3: SECTORRENDEMENTEN MSCI WORLD IN HET JAAR TOT NU TOE



Bronnen: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Koersrendement in USD. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 30 april 2020.

Ongetwijfeld zal het huidige ongewone type recessie sommige waarde aandelen bijzonder hard treffen. Maar kun je zonder meer aannemen dat sommige cyclische groeiaandelen minder geraakt zullen worden door deze recessie, of zelfs kunnen profiteren van de verschuiving naar online werken en winkelen?

Zijn groeiaandelen echt zo defensief als verondersteld?

Per eind april is de consensusverwachting dat de winst van de Amerikaanse Russell 1000 Growth Index eind 2021 19% hoger zal zijn dan de winst per eind 2019. De winsten in de technologiesector zullen volgens de verwachtingen 18% hoger zijn en de winsten in de sector van de discretionaire consumentengoederen zullen naar verwachting ongeveer 4% hoger zijn over dezelfde periode, geholpen door de online winkelverkoop.

Mogelijk gaat de hogere vraag naar cloud computing, online shoppen en reclame deze winstverwachtingen waarmaken. Als deze recessie echter voor een klap zorgt in de financiële positie van consumenten en bedrijven, zouden de totale uitgaven van huishoudens en bedrijven wel eens enige tijd lager kunnen uitvallen.

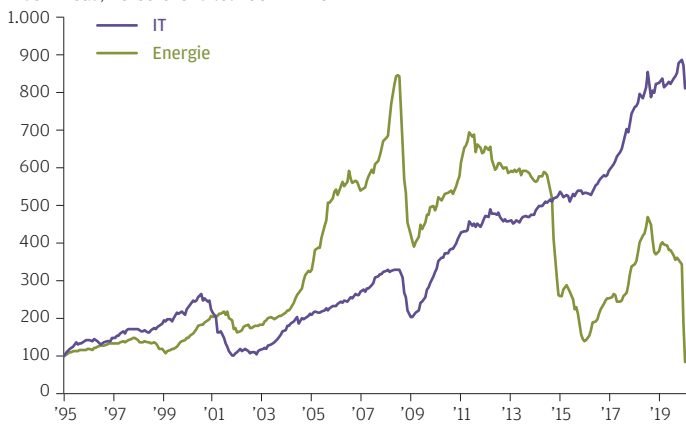
Het is daarom misschien te optimistisch om te verwachten dat techbedrijven, online aanbieders van discretionaire consumentengoederen en online reclamebedrijven, sterk zullen blijven groeien terwijl er tegelijk sprake is van een recessieklimaat. Hoewel sommige van deze groeibedrijven een groter deel van de winstaart kunnen pakken, is die taart zelf uiteindelijk misschien flink kleiner. Het risico bestaat dat de markten tot nu toe vooral hebben gekeken naar het aandeel van de taart, en onvoldoende naar de totale grootte ervan.

Het belangrijkste punt is dat in een recessie de totale uitgaven van huishoudens en bedrijven de neiging hebben te dalen en dat het onduidelijk is in hoeverre tech- en onlinebedrijven die daling in de komende kwartalen zullen kunnen compenseren. De huidige recessie zal een zeer goede test zijn voor de vraag of sommige tech- en onlinebedrijfsmodellen echt zo defensief zijn als de markt op dit moment denkt.

In tegenstelling tot het optimisme over de vooruitzichten voor groeiaandelen, hebben de winstverwachtingen voor sommige sectoren die het sterkst daalden, zoals energie, al veel slecht nieuws ingecalculereerd (Figuur 4).

FIGUUR 4: MSCI WORLD, VERWACHTE WINST PER AANDEEL KOMENDE 12 MAANDEN ENERGIE- EN TECHSECTOR

Indexniveau, herberekend tot 100 in 1995



Bronnen: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Koersrendement in USD. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 30 april 2020.

Oppassen voor het betalen van te hoge prijzen

Niet alleen zijn de winstverwachtingen voor sommige groeiaandelen nog steeds hoog, maar zelfs al worden die sterke winstverwachtingen waargemaakt, dan geldt dat de waarderingen voor groeiaandelen nogal hoog ogen in vergelijking met de niveaus tijdens de vorige recessie. Zelfs als blijkt dat groeibedrijven veel beter bestand zijn tegen deze recessie en betere groeivoorzichten op lange termijn hebben dan sommige waardebedrijven, dan geldt dus dat dit al is ingeprijsd.

Bij het vinden van goede beleggingen gaat het uiteraard niet alleen om bedrijven die kunnen floreren, maar ook om bedrijven die de verwachtingen kunnen overtreffen. Dat laatste is niet eenvoudig. Zo twijfelt niemand eraan dat het Nieuw-Zeelandse All Blacks-rugbyteam een van de beste sportteams ooit is, maar dat betekent niet dat het voor hen makkelijk is om de verwachting te overtreffen dat ze praktisch elke wedstrijd winnen.

Natuurlijk, gezien de keuze tussen goedkope groeiaandelen en slechts iets goedkopere waarde aandelen met minder groeipotentieel op lange termijn, zoals het geval was in 2008, had je achteraf moeten kiezen voor groeiaandelen. Maar de keuze is vandaag de dag veel minder duidelijk, nu er al veel goed nieuws is verwerkt in de waardering van groeiaandelen (Figuur 5).

FIGUUR 5: VERWACHTE K/W-VERHOUDING VOOR GROEI VERSUS WAARDE

Koers t.o.v. consensusverwachting winsten komende 12 maanden



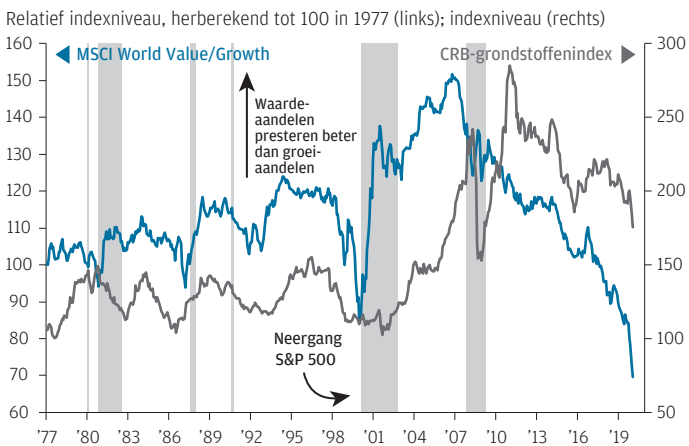
Bronnen: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 30 april 2020.

Welke aandelen zullen het herstel aanvoeren?

Wanneer de maatregelen voor social distancing uiteindelijk definitief ingetrokken zijn, zouden zwaar getroffen bedrijven een veel sterkere winstopleving kunnen meemaken dan bedrijven met een winst die tijdens de recessie goed stand hield. Ook zullen we, als de recessie eenmaal voorbij is, ontdekken hoeveel van de huidige toename van het marktaandeel van online bedrijven blijvend is. Zo zullen we misschien wat vaker vanuit huis blijven werken dan vroeger, maar onze boodschappen wellicht gewoon weer offline doen.

Bij bedrijven die het niet overleven zal uiteraard geen enkele sprake zijn van een opleving. Een focus op overlevende bedrijven - kwaliteitsbedrijven met sterke balansen - is dus

FIGUUR 6: RELATIEF RENDEMENT MSCI WORLD VALUE/GROWTH EN CRB-GRONDSTOFFENINDEX



Bronnen: MSCI, CRB, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Indexniveaus zijn berekend met behulp van koersindices in lokale valuta. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 30 april 2020

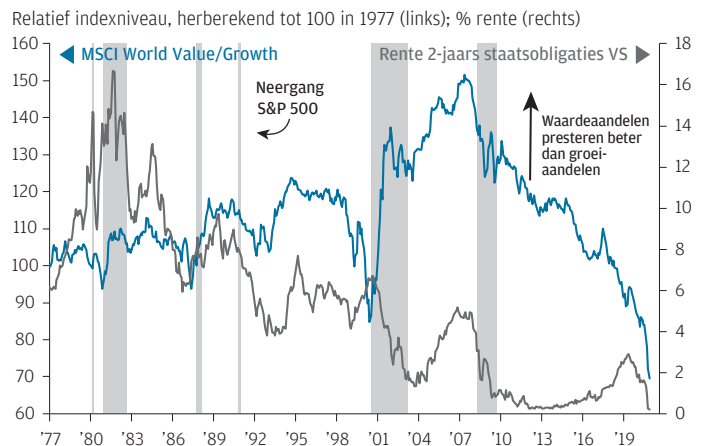
essentieel om waardevalLEN te vermijden. Sommige oliemaatschappijen zullen bijvoorbeeld deze recessie niet overleven. Echter, vooruitkijkend naar de komende jaren, lijkt het onwaarschijnlijk dat de olieprijsen zo laag zullen blijven als nu het geval is. Wanneer de olieprijsen stijgen, zouden energiebedrijven die nu zwaar getroffen zijn maar wel weten te overleven, een sterk koersherstel kunnen zien. Zoals blijkt uit **Figuur 6** heeft de daling van de grondstoffenprijzen waardeaandelen flink pijn gedaan, maar als de grondstoffenprijzen weer stijgen, dan is dat vaak goed voor het relatieve rendement van waardeaandelen.

Beleggers moeten zich er tegelijk van bewust zijn dat olie- en grondstoffenproducenten in sommige regio's slechts een klein deel van de markt uitmaken, en daardoor misschien te weinig impact hebben om in hun eentje te zorgen voor outperformance door waarde-indices.

Een ander punt dat waardeaandelen heeft geschaad, is de slechte performance van de financiële sector, die een groot deel van de meeste waarde-indices uitmaakt. Waardeaandelen hebben de neiging om ondermaats te presteren wanneer de rente daalt en voor outperformance te zorgen als die stijgt. De recente daling van de rentetarieven, samen met de verwachting dat de winsten in de financiële sector door de recessie zullen worden getroffen, heeft dus ook bijgedragen aan de achterblijvende prestatie van waardeaandelen (**Figuur 7**).

De economische achtergrond kan een tegenwind blijven voor financiële aandelen als de rente lange tijd laag blijft, zoals na de laatste recessie het geval was. Het is echter onwaarschijnlijk dat de rentetarieven nu nog veel verder zullen dalen. En zodra de recessie voorbij is, zullen de voorzieningen voor verliezen op leningen afnemen, waardoor de winstgevendheid van banken

FIGUUR 7: RELATIEF RENDEMENT MSCI WORLD VALUE/GROWTH EN RENTE 2-JAARS STAATSOBLIGATIES VS



Bronnen: MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Indexniveaus zijn berekend met behulp van koersindices in lokale valuta. In het verleden behaalde resultaten zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. Gegevens per 30 april 2020.

zelfs zonder hogere rentetarieven zal toenemen. Opgemerkt zij ook dat in de periode 2000-2002, toen de K/W-verhouding van groeiaandelen daalde na de excessen van de dotcom-zeepbel, waardeaandelen beter presteerden dan groeiaandelen, ondanks het feit dat de rentetarieven daalden. Waardeaandelen hebben dus niet altijd een hogere rente nodig om voor outperformance te zorgen.

Niettemin moeten beleggers zich ervan bewust zijn dat het voor waarde-indices moeilijk zal zijn om groei-indices te verslaan, tenzij financiële aandelen outperformance gaan laten zien. Dit gezien de grote weging van financiële waarden in de meeste waarde-indices. Als indices voor financiële aandelen ondermaats blijven presteren, kan een selectievere benadering binnen waardeaandelen en -sectoren noodzakelijk zijn.

Niet op één paard wedden

Het is niet duidelijk wanneer waardeaandelen weer voor outperformance gaan zorgen. Ook hebben ze te maken met potentiële tegenwinden, zoals lage rentetarieven. Maar alles inzetten op aanhoudende outperformance door groeiaandelen is niet zonder risico, vooral als de waarderingen hoog zijn. De laatste keer dat groeiaandelen het net zo veel beter deden dan waardeaandelen als nu, was voor het uiteenspatten van de dotcom-zeepbel in 2000. Vervolgens presteerde waarde in de zeven jaar daarna beter dan groei, waarbij de beginfase van de underperformance door groei zowel snel als pijnlijk was.

Kortom: hoewel de vooruitzichten onzeker zijn, denken wij dat een evenwichtige portefeuille van redelijk geprijsde groeiaandelen en kwaliteitsvolle waardeaandelen, meer zin kan hebben dan het wedden op één enkel paard.

Het Market Insights-programma biedt uitgebreide gegevens en commentaren op de wereldwijde markten, zonder te verwijzen naar producten. Market Insights is ontworpen als instrument om klanten te helpen om de markten te begrijpen en hen te ondersteunen bij de besluitvorming over beleggingen, en is gericht op het onderzoeken van de implicaties van actuele economische gegevens en veranderende marktomstandigheden. Voor de toepassing van MiFID II worden de JPM Market Insights en Portfolio Insights-programma's aangemerkt als marketingcommunicatie en vallen deze niet onder de MiFID II/MiFIR-vereisten die specifiek betrekking hebben op beleggingsonderzoek. Verder zijn de J.P. Morgan Asset Management Market Insights en Portfolio Insight-programma's, als niet-onafhankelijk onderzoek, niet opgesteld in overeenstemming met wettelijke vereisten die bedoeld zijn om de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek te bevorderen, en ook zijn ze niet onderworpen aan enig verbod om te handelen voorafgaand aan de verspreiding van beleggingsonderzoek.

Dit document omvat algemene communicatie, uitsluitend bedoeld ter informatie. Het is in zijn aard bedoeld om kennis te verstrekken en is niet bedoeld als advies of aanbeveling voor specifieke beleggingsproducten, strategieën, planmogelijkheden of andere doelen in welke jurisdictie dan ook. Ook omvat het geen verplichting van J.P. Morgan Asset Management of zijn filialen om te participeren in de in dit document genoemde transacties. Alle gebruikte voorbeelden zijn algemeen van aard, hypothetisch en alleen bedoeld ter illustratie. Dit materiaal bevat niet voldoende informatie om een beleggingsbeslissing op te baseren en er mag door u niet op vertrouwd worden om het beleggen in effecten of beleggingsproducten op zijn merites te beoordelen. Daarnaast wordt aangeraden aan gebruikers van dit document om een onafhankelijke beoordeling te maken van de implicaties op juridisch gebied, reguleringsgebied, belastinggebied, kredietgebied en boekhoudkundig gebied, en om samen met hun professionele adviseurs te bepalen of beleggingen die hierin worden genoemd, geschikt worden geacht voor hun persoonlijke doelen. Beleggers moeten ervoor zorgen dat zij alle beschikbare informatie verkrijgen alvorens over te gaan tot een belegging. Alle genoemde voorspellingen, cijfers, opinies of beleggingstechnieken en – strategieën zijn uitsluitend ter informatie, en zijn gebaseerd op bepaalde aannames en huidige marktomstandigheden. Ze kunnen zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. Alle vermelde informatie wordt nauwkeurig geacht op het moment van opstellen, maar de nauwkeurigheid is niet gegarandeerd en er is geen aansprakelijkheid voor fouten of omissies. Opgemerkt zij dat beleggen gepaard gaat met risico's en dat de waarde van beleggingen en de inkomsten daaruit kunnen fluctueren al naar gelang de marktomstandigheden en fiscale regels. De mogelijkheid bestaat dat beleggers niet het volledige bedrag van hun oorspronkelijke belegging terugkrijgen. Rendementen en inkomsten uit het verleden zijn geen betrouwbare indicator voor huidige en toekomstige resultaten. J.P. Morgan Asset Management is de handelsnaam van de vermogensbeheeractiviteiten van JPMorgan Chase & Co. en zijn filialen wereldwijd. Voor zover toegestaan door de van toepassing zijnde wetgeving, kunnen we telefoongesprekken opnemen en kan elektronische communicatie worden gemonitord om te voldoen aan onze verplichtingen op grond van wet- en regelgeving en ons interne beleid. Persoonlijke gegevens worden verzameld, opgeslagen en verwerkt door J.P. Morgan Asset Management, in overeenstemming met ons EMEA-privacybeleid (zie www.jpmorgan.com/emea-privacypolicy).

Dit document is uitgegeven door JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l., European Bank & Business Centre, 6 route de Trèves, L-2633 Senningerberg, Groothertogdom Luxemburg, R.C.S. Luxemburg B27900, maatschappelijk kapitaal EUR 10.000.000.

Copyright 2020 JPMorgan Chase & Co. Alle rechten voorbehouden.

LV-JPM52615 | NL | 05/20 | 0903c02a828cdfba