

Liefdesbrief aan de economische geschiedenis

Het einde van de kredietcyclus is nabij. Risicovolle beleggingen, waaronder credits, zijn kwetsbaar en centrale banken lopen het risico achter de curve te belanden. Sander Bus en Victor Verberk, die samen het Credit-team leiden, worden dan ook voorzichtiger. Ze geven de voorkeur aan veiligheid en kiezen voor kwaliteit om te profiteren van een verdere stijging van de credit spreads en hogere risicopremies.

In het kort

- Evenwichtige wereldwijde economische groei, met opwaarts potentieel
- Centrale banken lopen het risico achter de curve te belanden
- We verwachten minder technische ondersteuning, stijgende spreads en meer volatiliteit

De wereldwijde economie kende weer een goed kwartaal. Het lijkt er zelfs op dat eindelijk ook de kapitaalinvesteringen bijdragen aan de groei. “In de huidige economische cyclus was dat tot nu toe achtergebleven”, zegt Victor Verberk. “Bovendien lijken de cycli van de verschillende economische blokken nu meer synchroon te lopen”, voegt Sander Bus toe. “Met uitzondering van China zien we overall een opleving. In China heeft de hoeveelheid krediet als percentage van het bbp inmiddels een niveau bereikt dat we voor het laatst zagen in crisissituaties in landen als Korea, Japan en Thailand.”

Raken centrale banken achterop?

Verberk en Bus wijzen op een onderwerp dat in schril contrast staat met de afgelopen twee jaar: het risico dat centrale banken achterop raken bij de curve. “De grote vraag in deze cyclus is waarom de inflatie zo laag blijft”, zegt Verberk. “Nu de capaciteitsgrenzen van de productie in zicht komen, is het aannemelijk dat binnenkort enige inflatieangst de kop opsteekt bij centrale banken. Wij denken dat de inflatie zich nu op een omslagpunt bevindt.”

In ieder geval zal de totale monetaire stimulering van alle centrale banken samen in 2018 flink worden teruggeschroefd. “Alleen in een scenario waarin andere marktpartijen, zoals zakenbanken en retailbanken, de aankoop van obligaties overnemen, verwachten we dat de marktvolatiliteit niet toeneemt”, zegt Bus. “Maar de volumes zijn waarschijnlijk te groot voor zo’n optimaal scenario. Dit geldt overigens voor alle risicovolle beleggingscategorieën.”

Verberk en Bus kijken ook regelmatig naar het grotere plaatje. “We proberen *outside the box* te denken en verder te kijken dan de huidige cyclus met de waan van de dag die ons beïnvloedt”, zegt Verberk. “Maar helaas, dat maakt ons niet minder bezorgd. Sinds we in de jaren 70 zijn afgestapt van het Bretton Woods-systeem, hebben we eigenlijk fiatgeld gecreëerd – we vertrouwen volledig op centrale banken en politici. Hierdoor is het aantal financiële schokken alsmaar toegenomen. Centrale banken, geleid door academici die zichzelf en hun controle over de economie overschatten, proberen economische problemen op te lossen door de rente te verlagen.”

Volgens Bus was het ruime monetaire beleid van centrale banken de juiste keuze, maar om de verkeerde redenen. “De enorme toetreding van meer dan één miljard Chinezen op de arbeidsmarkt sinds de jaren 80, heeft een desinflatoir effect gehad. Dit heeft een superschuldencyclus veroorzaakt waar we zo'n tien jaar geleden al voor het eerst over schreven. Schuldproblemen oplossen met meer schulden zal uiteindelijk alleen maar leiden tot meer financiële schokken. We leven in een tijdperk

waarin we rekening moeten houden met een regelmatige cyclus van crisis, schuldopbouw, sterke groei, excessen en tot slot weer sterke krimp.”

Economische geschiedenis bestuderen

“Door het bestuderen van de economische geschiedenis en het organiseren van deze Credit Quarterly Outlook hebben wij als Credit-team een zekere mate van extra inzicht ontwikkeld in de gebeurtenissen om ons heen”, merkt Verberk op. “Daarom noemen we deze Outlook een liefdesbrief aan de economische geschiedenis. We blijven onze klanten op een eerlijke manier informeren over onze visie op de kredietcyclus, zelfs als we denken dat die op zijn einde loopt. Nu zijn risicovolle beleggingen kwetsbaar, misschien nog wel meer dan staatsobligaties.”

Positionering: behoedzame beta, hogere kwaliteit en waakzaam voor staartrisiko's

Ondanks de verbeterende economische fundamentals worden Verberk en Bus voorzichtiger. “Voor correcties is niet altijd een recessie nodig”, waarschuwt Bus. “We maken ons zorgen over een aantal extreme zaken: als de vijf FAANG-aandelen de S&P 500 Index met meer dan 20% hebben opgedreven, de inflatie laag blijft ondanks de lage werkloosheid en de creditmarkten te maken krijgen met een nettoverkoop door centrale banken, dan is een voorzichtige betapositie zeker gerechtvaardigd. We zijn dan goed gepositioneerd om te profiteren van de volatiliteit die eraan zit te komen. De kansen die we eventueel mislopen door een te lage beta zijn eenvoudigweg niet groot genoeg.”

“De nacht is altijd het donkerst net voordat de zon opkomt, maar alles ziet er ook nog zonnig uit voor de duisternis”, voegt Verberk toe. “Denk maar terug aan 2007. Vanaf dat moment zijn de schuld niveaus alleen maar verder opgelopen en zijn we steeds afhankelijker geworden van de lage rente. Er is een schok nodig om risicovolle beleggingen te herwaarderen. Dat is in het verleden al zo vaak gebeurd, en dat zal hoe dan ook weer gebeuren. Dat is de les die de geschiedenis ons leert. We leven in een tijdperk van financiële schokken die worden veroorzaakt door te hoge schulden en centrale bankiers met te veel zelfvertrouwen.”

[Lees de Outlook](#)