

EXPECTED RETURNS

2020
2024

ONTSNAPPEN UIT HET SPIEGELDOOLHOF

Executive summary

Executive summary

Ontsnappen uit het spiegeldoolhof

Volgens de overlevering spoorde Hendrik de Zeevaarder (1394-1460), een Portugese prins en financier van ontdekkingsreizen, zijn zeelieden aan om zich voorbij de destijds gevreesde 'rand van de wereld' te wagen. Als maritiem visionair, gebogen over zeekaarten en alle beschikbare informatie tot zich nemend, wist hij zijn manschappen te overtuigen van de beperkingen van hun waarneming. Hun ontdekkingen leverden veel rijkdom op. Ook de financiële markten zijn over de 'rand van de wereld' beland in een omgeving die ooit ondenkbaar was: een negatieve nominale lange rente. Dus ironisch genoeg koersen juist staatsobligaties, traditioneel de veilige haven voor beleggers, nu af op onbekend terrein. Inmiddels is al een vloot van USD 15 biljoen aan uitstaande obligaties naar negatief terrein gevaren.

UITSLUITEND BEDOELD VOOR PROFESSIONELE BELEGGER

Het tij voor de wereldeconomie en het financiële systeem is duidelijk aan het keren: de globalisering zoals wij die kennen, wordt bedreigd. Wij denken dat een recessie ergens in de komende vijf jaar onvermijdelijk is, waardoor het rendement van veel beleggingen blijft steken onder het historische gemiddelde. De importheffingen zijn slechts een symptoom en niet de kwaal. Stanley Baldwin, premier van het Verenigd Koninkrijk in de jaren 30 van de vorige eeuw, legde de vinger al op de zere plek: "Handel kan floreren met heffingen, handel kan floreren zonder heffingen, maar handel kan niet floreren bij onzekerheid." Het probleem is dat de politieke onzekerheid in geen tientallen jaren zo hoog is geweest. De typische Davos-deelnemer, die probeert 'de toestand van de wereld te verbeteren', heeft moeite om tot overeenstemming te komen met gelijkgestemden, omdat de unipolaire wereld van vroeger multipolair is geworden. De obligatiekoersen zijn deels een afspiegeling van de verwachting dat de huidige overgangperiode wel eens kon uitmonden in een periode van ontwrichting.

Naar welke toestand van de wereld bewegen we ons in de komende vijf jaar?

In dit artikel plaatsen we vraagtekens bij de visie dat het deflatoire wereldbeeld zoals weerspiegeld in de obligatiekoersen, het nieuwe normaal is. Wij verwachten geen structurele stagnatie, maar ook geen structurele groei. Integendeel, we denken dat de markt het inflatierisico over een vijfjaarshorizon onderschat. Wij verwachten wel dat de enorme obligatievloot met een negatieve rente de steven wendt, maar een terugkeer naar het 'oude normaal' (als dat ooit bestaan heeft) blijft de komende vijf jaar nog uit zicht. De vrije val van de rente houdt namelijk nog wel even aan.

De wereldeconomie is bezig met een groeimathon. De Amerikaanse economie zit nu bijvoorbeeld in de langste groeiperiode na de Tweede Wereldoorlog. Sinds vorig jaar is de wereldwijde groei echter wat ongelijkmatiger geworden en heeft de vertraging meer doorgezet dan verwacht. In China en de Verenigde Staten (VS) is de groei teruggelopen naar ongeveer trendmatig, maar Duitsland – dé productiemacht van de eurozone – heeft het moeilijk. De werkloosheid in ontwikkelde economieën is in tientallen jaren niet zo laag geweest als nu, maar er is niets merkbaar van een oververhitte economie die zorgt voor inflatiedruk. De inflatie vertoont simpelweg geen teken van leven.

Ons thema van dit jaar is geïnspireerd op Ben Bernanke, voormalig voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve. Al in 2004 zei hij in een toespraak: "Wat verwachten de markten van het toekomstige monetaire beleid? Dit is een belangrijke vraag voor beleidsmakers. Niet omdat we per se willen voldoen aan die verwachtingen – zo'n strategie ontaardt al snel in een spiegeldoolhof – maar om de doeltreffendheid van onze communicatie te checken." Nu, 15 jaar later, lijkt het monetaire beleid van de Fed toch uit te monden in zo'n spiegeldoolhof. Monetair beleid zou afhankelijk moeten zijn van cijfers en gebaseerd op bewijs. In plaats daarvan lijken centrale bankiers hun oren steeds meer te laten

hangen naar de markt, die een almaar lagere rente verwacht. Dit gedrag is heel begrijpelijk, omdat de inflatie onbeweeglijk blijft terwijl de angst voor een recessie toeneemt. De markten zien soepel monetair beleid als de enige oplossing. En een Amerikaanse president die de Fed met een spervuur aan tweets onder druk zet om het beleid te verruimen, helpt ook niet mee om op koers te blijven.

Door de oren te laten hangen naar de marktverwachtingen verandert monetair beleid totaal van karakter. Dat is een kwalijke ontwikkeling. Fed-voorzitter Jerome Powell zei onlangs dat “een ons preventie beter is dan een pond genezing”, maar de geschiedenis heeft ons geleerd dat een opeenstapeling van onevenwichtigheden in de economie, die uiteindelijk leiden tot een recessie, moeilijk te voorkomen is. Niet in de laatste plaats omdat het onsje preventie (lees: een centrale bank die te lang ruim beleid hanteert) op dit moment een overdosis blijkt te zijn.

Ontsnappen uit het spiegeldoelhof

Het is in onze ogen essentieel dat centrale banken ontsnappen uit het spiegeldoelhof. Ontsnappen is hier het juiste woord, omdat de monetaire ruimte geoptimaliseerd moet worden voordat een recessie zich aandient. Of zoals voorzitter John Williams van de New York Fed het stelde: “Falen in de voorbereiding is voorbereiden op falen.” Centrale bankiers hebben de visionaire geest van Hendrik de Zeevaarder nodig. Ze moeten de markten leiden, met alle hulpmiddelen die ter beschikking staan, en niet op ze reageren. Een zeer lage reële rente was in de jaren 30 van de vorige eeuw een uitweg uit een liquiditeitsval. Het is dus geen verrassing dat centrale banken nu streven naar een inflatie boven hun doelstelling, waarmee ze de markten laten weten dat de beleidsrente nog wel even laag blijft. Maar op deze manier een hoger inflatieniveau realiseren, lijkt op het bedenken van een plan om te ontsnappen uit Alcatraz. We geven centrale banken het voordeel van de twijfel, maar we signaleren wel dat goedkoop geld de inflatie niet op peil heeft gebracht in deze groeifase. Bovendien blijft het twijfelachtig waarom het verschuiven van de inflatiedoelstelling leidt tot succes zolang marktpartijen vooral bezig zijn met deflatie.

Nu de nominale beleidsrente de ondergrens (bijna) heeft bereikt, zijn centrale banken in ontwikkelde economieën in onze ogen slecht uitgerust om een recessie te lijf te gaan. Het vermogen van centrale banken om met nieuw, nog onconventioneler beleid te komen onderschatten we niet, maar men zal steeds meer inzien dat er grenzen zijn aan monetair beleid. De markt is te veel gefocust op centrale banken. Zo kunnen de monetaire autoriteiten het spaaroverschot niet wegwerken en kunnen ze ook niets doen aan de risicoaversie onder consumenten als gevolg van de torenhoge politieke onzekerheid. Centrale bankiers kunnen niets veranderen aan factoren als een teruglopende vakbondsgraad en de afnemende onderhandelingskracht voor arbeiders. Of aan het feit dat de binnenlandse inflatie door de wereldwijde waardeketen gevoeliger is voor wereldwijde output gaps.¹ Als de wereldhandel bijvoorbeeld in de achteruit gaat, zoals in de jaren 30 van de vorige eeuw na de invoering van de Smoot-Hawley-heffingen, worden duurzame goederen mogelijk weer een inflatoire kracht in plaats van een deflatoire.

Regeringen zijn beter toegerust om verandering aan te brengen in deze cruciale macroparameters. Daarom verwachten we dat fiscaal beleid een handje gaat helpen. Deze opvatting wint snel terrein en heeft een groot voorstander in Olivier Blanchard, voormalig hoofdeconoom van het Internationaal Monetair Fonds (IMF). Hij wijst erop dat de lage nominale rente kansen biedt voor fiscaal beleid.

1. Zie bijvoorbeeld Auer, Borio & Filardo (2017) en Forbes (2018).

Monetair beleid – en in toenemende mate ook fiscaal beleid – levert de bouwstenen voor de toestand van de wereld die wij het meest waarschijnlijk achten. Het samenspel tussen deze twee beleidsinstrumenten is een rode draad in onze scenario's. De zoektocht naar beleidsruimte blijft de komende vijf jaar een belangrijk richtpunt.

In ons basisscenario, het 'spiegeldoolhof', is de vluchtweg uit de mislukte spiegeldoolhofstrategie voor centrale banken een ongecoördineerde fiscale reactie. Deze fiscale stimulering werkt prima om de totale vraag en de inflatieverwachtingen te verhogen, maar daar hangt wel een prijskaartje aan. De houdbaarheid van het schuldniveau verslechtert in dit scenario en als het bij een milde recessie blijft, gaat de particuliere sector uit van een snelle terugkeer naar strak fiscaal beleid en een lager begrotingstekort. Het herstel van de terugval blijft zwak. In ons optimistische scenario, 'een herstart voor de globalisering', blijven centrale banken buiten het spiegeldoolhof, omdat politieke onzekerheden verdwijnen en handelsconflicten worden opgelost. Het probleem van de ondergrens van 0% blijft echter bestaan als we in een recessie belanden. Toegenomen internationale samenwerking maakt fiscale stimulering effectief.

In ons pessimistische scenario, 'echo's uit de jaren 70', krijgt de wereld een negatieve schok aan de aanbodzijde voor de kiezen. Een overgangperiode ontaardt in een periode van ontwrichting en technonationalisme. De wereldorde brokkelt af en de VS stapt uit de Wereldhandelsorganisatie. In de strijd om wereldwijde hegemonie tussen de VS en China komen andere landen in de vuurlinie te liggen en wordt het decennialange globaliseringsproces teruggedraaid. De geëscaleerde handelsoorlog zorgt voor inflatie. De Chinese autoriteiten streven naar volledige werkgelegenheid om de maatschappelijke onrust tegen te gaan. Dit doen ze door een combinatie van monetaire stimulering en enorme fiscale stimulering, waardoor het land een wereldwijde exporteur van inflatie in plaats van deflatie wordt. Hierdoor ontstaat stagflatie, maar wel minder heftig dan in de jaren 70 van de vorige eeuw.

Algemene rendementsvooruitzichten

Wat betekent dit allemaal voor beleggers? De huidige groei is niet structureel en een recessie ergens in de komende vijf jaar lijkt onvermijdelijk. In de uitgave van vorig jaar, getiteld 'Geduld is een schone zaak', hielden we rekening met een recessie, maar wel met de kanttekening dat het grootste gevaar schuilde in het te snel en te veel verlagen van het risico, ondanks het dreigende neerwaartse risico. De koersen van risicovolle beleggingen zijn het voorbije jaar gestegen en dus is geduld tot nu toe inderdaad een schone zaak gebleken. Risico nemen in een laatcyclische omgeving kan aanvankelijk worden beloond, maar over een horizon van vijf jaar blijft het rendement van beleggingen onder het historische langetermijngemiddelde. We denken niet dat de volgende recessie ons over de 'rand van de wereld' zal duwen, zoals de wereldwijde financiële crisis. Waarschijnlijk zal het meer een smörgåsbord-recessie zijn – kleine excessen in de wereldeconomie die zorgen voor een sneeuwbaaleffect en daarmee een rem op de wereldwijde groei zetten.

Verwacht jaarrendement in de periode 2020-2024

| | Geannualiseerd 5-jaarsrendement | |
|---|---------------------------------|-------|
| | EUR | USD |
| Obligaties | | |
| Binnenlandse AAA-staatsobligaties | -1,75% | 2,50% |
| Staatsobligaties wereldwijde ontwikkelde markten (afgedekt) | -0,375% | 2,00% |
| Wereldwijde investmentgradecredits (afgedekt) | 0,25% | 2,75% |
| Wereldwijde highyieldbedrijfsobligaties (afgedekt) | 0,75% | 3,25% |
| Staatsobligaties opkomende markten (lokaal) | 2,75% | 4,00% |
| Cash | | |
| | -0,50% | 1,60% |
| Aandelen en vergelijkbare beleggingen | | |
| Aandelen ontwikkelde markten | 3,25% | 4,50% |
| Aandelen opkomende markten | 3,75% | 5,00% |
| Beursgenoteerd vastgoed | 3,25% | 4,50% |
| Grondstoffen | 4,00% | 5,25% |
| Consumentenprijzen | | |
| Inflatie | 1,60% | 2,00% |

De waarde van uw beleggingen kan fluctueren en in het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst.

Bron: Robeco.

Voor de meeste beleggingscategorieën hebben we onze rendementsverwachting over de vijfjaarshorizon naar beneden bijgesteld. Voor staatsobligaties zijn onze vooruitzichten voor de komende vijf jaar verdeeld. Zo zijn Duitse Bunds op dit moment sterk overgewaardeerd. Als de inflatie aantrekt, blijft het rendement naar verwachting ruimschoots achter bij dat van cash. Aan de andere kant profiteren Amerikaanse Treasuries het meest van een recessie, met een rendement ruim boven dat van cash.

Waardering is ook een negatieve factor voor aandelen uit ontwikkelde markten. Toch kan het rendement nog relatief sterk zijn in de eerste helft van de genoemde vijf jaar. Maar aangezien we een recessie verwachten rond 2022, zal het rendement tegen het einde van de periode relatief laag zijn. Aandelen uit opkomende markten zijn over het algemeen behoorlijk goedkoop, maar we hebben onze verwachtingen ten opzichte van ontwikkelde markten niet veranderd. Vanwege het sluimerende protectionisme verwachten we een premie van slechts 50 basispunten.

Het lichtpuntje in relatief rendement is de sector grondstoffen. Voor investmentgradecredits en highyieldobligaties wordt de macro-economische omgeving minder gunstig. We verwachten dan ook excess returns onder het historische gemiddelde, ondanks de neutrale waarderingen.

Special topics

Dit jaar bespreken we vier special topics. Drie daarvan zijn zeer actueel, terwijl het vierde tijdloos is. De eerste twee sluiten aan bij ons thema 'Ontsnappen uit het spiegeldoolhof' en het derde gaat over de impact van de toenemende weging van China in benchmarks.

In deze uitgave komen verschillende scenario's en onze rendementsverwachtingen voor elk scenario aan bod. Deze verwachtingen kunnen een belangrijke rol spelen bij het samenstellen van de portefeuille. In ons vierde special topic introduceren we een methode voor het integreren van deze visies in de portefeuilleopbouw.

1. Weg vrijmaken maken voor onconventioneel beleid

Ons eerste special topic beschrijft een mogelijke manier om uit het spiegeldoolhof te ontsnappen: monetair beleid. Maar aangezien de beleidsrentes bijna hun effectieve ondergrens hebben bereikt, is er weinig monetaire speelruimte meer om de volgende recessie te lijf te gaan. Gelukkig zijn er meer opties dan alleen monetair beleid. In dit artikel laten we zien dat de beschikbare monetaire ruimte en de bereidheid om die te gebruiken belangrijke gevolgen hebben voor het economische herstel en het rendement van beleggingen na een recessie of een gebeurtenis die zorgt voor financiële stress.

2. Vieren we 30 jaar inflatiedoelstelling?

Het begrip inflatiedoelstelling bestaat 30 jaar. Het wordt alom gezien als een succes, maar is het niet té succesvol geweest? De hardnekkig lage inflatie heeft ertoe geleid dat centrale banken (bijna) de ondergrens van de effectieve rente hebben bereikt. We richten ons hier op een discussie binnen de Fed die waarschijnlijk het monetaire beleid in de toekomst zal vormgeven. De uitkomst van deze discussie heeft grote gevolgen, vooral voor de obligatiemarkten.

3. Evenredig aandeel China in je portefeuille

Voor de meeste beleggers is het een raadsel: waarom is de marktweging van China in beleggingsindices zo laag vergeleken met de omvang van zijn economie? Velen zijn van mening dat de weging van China groter moet zijn en denken dat die in de toekomst inderdaad zal toenemen. Wat moeten beleggers doen? Wachten tot het zover is of nu handelen? Beleggers moeten in ieder geval de tijd nemen om goed te kijken naar alle effecten van een grotere allocatie naar China, waarbij ze ook ESG-factoren moeten meenemen. Als de allocatie toeneemt, kunnen beleggers de impact van China op het ESG-profiel van een portefeuille niet langer negeren.

4. Betere integratie van visies in portefeuilleopbouw

De mensheid heeft de neiging zich voor de gek te laten houden door overtuiging. Maar een basisscenario is slechts een van de vele scenario's die zich kunnen ontploegen. Aangezien andere scenario's (zoals ons scenario 'echo's uit de jaren 70') grote gevolgen kunnen hebben voor beleggingen, moeten beleggers zich niet laten meeslepen. Ze hebben dus een moeilijke taak: hoe kunnen ze alle visies effectief combineren in een portefeuille? In dit special topic beschrijven we een bekende benadering die gebruikt kan worden voor deze taak: het Black-Litterman-model. Dit model kan behoorlijk ingewikkeld zijn en daarom hebben we verbeteringen aangebracht die het eenvoudiger maken om de marktvisies te vertalen naar het opbouwen van de portefeuille.

Belangrijke informatie

Robeco Institutional Asset Management B.V.), hierna Robeco, heeft een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten te Amsterdam als beheerder van instellingen voor collectieve beleggingen in overdraagbare effecten (ICBE's) en alternatieve beleggingsfondsen (AIF's). Deze publicatie is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers. De informatie in deze publicatie is derhalve niet bedoeld voor derden, zoals particuliere klanten, en het is niet toegestaan deze informatie geheel of gedeeltelijk aan hen te verstrekken.

Deze publicatie bevat informatie over Robeco's specifieke vaardigheden, maar is geen aanbeveling om financiële instrumenten te kopen of verkopen. Robeco is niet aansprakelijk voor enige schade voortvloeiend uit het gebruik van enige uitdrukkelijke of stilzwijgende mening of informatie opgenomen in dit document. Alle rechten van Robeco met betrekking tot deze publicatie blijven voorbehouden aan Robeco.

Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand en/of openbaar gemaakt in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of op enige andere manier zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Robeco.

Contact

Robeco

Postbus 973
3000 AZ Rotterdam
Nederland

T +31 10 224 1 224

I www.robeco.com

