

Beleggen in tijden van lage rente, lage inflatie en lage groei

Beleggers moeten opereren in een wereld van lage groei en lage rentes. Het concept van The New Neutral kan hen hierbij richting geven.

—
Auteur
Patrick Dunnewolt

De wereldwijde macro-economische vooruitzichten worden op dit moment voor een belangrijk deel bepaald door de wisselwerking tussen drie verschijnselen die zich in overvloedige vorm voordoen. Het zijn wat onze economisch adviseur Joachim Fels ‘the three gluts’ noemt: de overvloedige besparingen, het grote olie-aanbod en de ruime geldvoorraad. Het begrip verwijst naar de term ‘global savings glut’ (wereldwijd spaarverschot) die tien jaar geleden werd geïntroduceerd door toenmalig president van de Federal Reserve, Ben Bernanke. Hij gaf ermee aan dat een wereldwijd overschot van spaartegoeden gepaard met een verminderde investeringsbehoefte een drukkend effect heeft op de langetermijnrente.

Tien jaar later is deze onbalans alleen nog maar groter geworden; vrijwel iedereen wil sparen en bijna niemand wil investeren. Daar zijn uiteenlopende redenen voor:

- Een historische factor: de financiële crisis werpt een lange schaduw over consumptie-, spaar- en investeringsgedrag.
 - Een demografische factor: mensen in ontwikkelde economieën hebben een langere levensverwachting en willen daarom meer vermogen
- opbouwen om voor een langere periode van hun pensioen te genieten. Aan consumptie in de toekomst wordt mogelijk zelfs meer belang gehecht dan aan consumptie in het heden.
 - De inkomensongelijkheid neemt toe, en de rijken sparen meer dan de armen.
 - Technologische ontwikkelingen: veel nieuwe sectoren hebben een lage kapitaalbehoefte, en nieuwe ‘ontwrichtende’ technologieën zorgen ervoor dat investeerders in traditionele sectoren



huiverig zijn om kapitaal te verstrekken voor de lange termijn, bang dat hun plannen doorkruist worden door de concurrentie van een nieuwkomer die snel en met ‘ontwrichtende’ business modellen de markt op gaat.

- Toen in 2013 het afbouwen van de monetaire versoepeling in de VS werd aangekondigd, stroomde er veel kapitaal weg uit opkomende markten, die vervolgens probeerden om de import van kapitaal te beperken en investeringen drastisch te verminderen. Waarschijnlijk gaan deze landen in belangrijke mate bijdragen aan het wereldwijde spaaroverschot. Een reden daarvoor is dat tragere groei (denk aan China), en recessie (Rusland, Brazilië) de import afremmen en daardoor bijdragen aan grotere overschotten op de lopende rekening. Een andere reden is dat de kapitaalvlucht uit deze landen, inclusief China, lijkt toe te nemen.

Door deze factoren heeft de mondiale economie te lijden gehad van een gebrek aan zowel investeringen als consumptieve vraag. Het spaaroverschot is hardnekkig en zal in de nabije toekomst waarschijnlijk nog verder groeien. Dit kan uiteindelijk tot tragere groei leiden.

Het grote olieaanbod – de tweede ‘glut’ – remt de groei van het spaaroverschot enigszins doordat het inkomen van olieproducenten, die een grote neiging hebben om te sparen, verplaatst naar consumenten, die meer geneigd zijn hun inkomen te besteden.

De derde ‘glut’, de grote geldvoorraad, wordt versterkt door hoe de overvloedige besparingen en het grote olieaanbod op het beleid van de centrale banken uitwerken. Het spaaroverschot dwingt de centrale banken al langere tijd om de reële rente richting – bij voorkeur zelfs onder – het evenwichtsniveau van de negatieve reële rente te duwen. Ze doen dit door een ‘nulrente’ of zelfs een negatieve beleidsrente, zoals Zwitserland en Zweden. Ook hanteren ze ‘forward guidance’ (het vooraf communiceren van de overwegingen voor rentestappen) en kwantitatieve verruiming. Doordat het olie-overschot de algemene inflatie en inflatieverwachtingen tijdelijk drukt, zien de centrale banken zich genoodzaakt hun beleidsinspanningen nog verder te intensiveren.

Hierdoor ontstaat de verwachting dat in de komende tijd nog meer monetaire versoepeling aangekondigd zal worden, vooral in China en in grote grondstofproducerende landen. De ruime geldvoorraad, die nu al toeneemt doordat grote spelers als de ECB en de Japanse Centrale Bank hun opkoopprogramma’s uitvoeren, zal daardoor nog verder aanzwellen.

Het concept ‘The New Neutral’

Een veel lagere wereldwijde groei, minder inflatie en lagere rente dan in voorgaande cycli, veroorzaakt door het wereldwijde spaaroverschot, de vergrijzing en de relatief lage productiviteitsgroei – dat zijn de elementen die ten grondslag liggen aan het concept ‘The New Neutral’.

Het concept New Neutral, in 2014 door PIMCO geïntroduceerd, gaat uit van een wereld waarin economieën in de wereld op verschillende snelheden groeien, waarbij die verschillende groeitempo’s convergeren naar een gematigd groeivertoonbeeld, en waar de verwachting aan is gekoppeld dat de monetaire beleidsmakers de kortetermijnrente in de komende drie tot vijf jaar op een niveau zullen houden dat lager ligt dan in de periode vóór de financiële crisis gebruikelijk was. The New Neutral was een logisch vervolg op ‘The New Normal’, dat PIMCO in 2009 introduceerde als een concept waarbij de wereldeconomie groeide met twee snelheden en in het herstel tegenwind te verduren kreeg door het afbouwen van schulden. De New Neutral verfijnt deze theorie en maakt hem toepasbaar op een wereld met verschillende groeitempo’s en convergentie naar een trend van lagere wereldwijde groei, waarbij landen en bedrijven schulden dragen, maar voornamelijk dankzij de steun van historisch lage beleidsrentes.

New Neutral omarmd

Sindsdien zijn de achterliggende ideeën van The New Normal en The New Neutral omarmd door beleidsmakers en in sommige gevallen zelfs ingeprijsd in de financiële markten. Janet Yellen, voorzitter de Federal Reserve, zei in maart 2015 op de onderzoeksconferentie ‘The New Normal for Monetary Policy’: “Het reële evenwichtsniveau van de ‘federal funds rate’ ligt op het moment een stuk lager dan het historisch gemiddelde. Het zal naar verwachting in de loop der tijd slechts geleidelijk toenemen naarmate de verschillende tegenslagen die het economisch herstel hebben afgeremd verder afnemen.” Met de term ‘evenwichtsniveau van de federal fund rate’ verwijst Yellen naar de ‘neutrale’ monetaire beleidsrente.

Dat ook op de financiële markten de verwachtingen zijn bijgesteld over het niveau tot waar de Fed de rente zal verhogen, valt te zien aan de impliciete yield op het eurodollar-futurescontract voor december 2018. In januari 2014 wees deze indicator op een rente van 4%, in lijn met het ‘old neutral’ idee dat de Fed het beleid vast zou moeten leggen op een renteniveau dat gelijk is aan de som van de inflatiedoelstelling van 2% en de ‘old neutral’ reële rente van een geschatte 2%. Sindsdien is de yield op het eurodollar-futurescontract voor december 2018 echter gedaald naar 2,5%.

Rol van de centrale banken

Op 22 mei zei Janet Yellen dat wanneer het proces van renteverhogingen eindelijk aanvangt het enkele jaren zou kunnen duren voordat de Federal reserve de rate hike cycle zal hebben voltooid. De Fed wil ook graag zijn balans inkrimpen, door toe te staan dat door hypotheek gedekt waardepapier vooruit wordt betaald, en door staatsobligaties te laten aflopen zonder ze door nieuwe aankopen op de secundaire markt te vervangen. Maar de balans van de Fed werkt niet met een automatische piloot. Het doel van de Fed is het ondersteunen van economische groei en de inflatie naar de 2% target te brengen. Het liefst doet de Fed dit tegelijkertijd met het inkrimpen van zijn balans terwijl hij de kortetermijnrente stapsgewijs normaliseert. Maar als het verkleinen van de balans ertoe leidt dat de yield op langlopend waardepapier sterk stijgt, dan lijkt het waarschijnlijk dat de Fed het tempo van de balansverkleining bijstelt, om de doelstellingen van het dubbele mandaat niet in gevaar te brengen.

In de eurozone en Japan zal de inflatie waarschijnlijk voorlopig niet in de buurt komen van de inflatiedoel van 2%, en blijft de neutrale reële beleidsrente op de middellange termijn negatief. Het heeft er alle schijn van dat de ECB en de BOJ bereid zijn om hun onconventionele monetaire beleid voort te zetten zolang als nodig is om zo dicht mogelijk bij hun inflatiedoel te komen.

Conclusie

We zullen nog wel enige tijd in een New Neutral-omgeving opereren, waarin centrale banken de beleidsrente op veel lagere niveaus handhaven dan vóór de crisis gebruikelijk was. Centrale banken ontwikkelen zich gaandeweg van een bron van endogene stabiliteit in de markten tot een bron van een zekere exogene instabiliteit. De wil om volatiliteit te onderdrukken is er wel, maar de mogelijkheden hiertoe zijn sterk afgenomen. Een al te groot

vertrouwen in centrale banken versus begrotings- en structuurbeleid heeft geleid tot een wig tussen marktwaarderingen en fundamentals. Beleggers dienen hier rekening mee te houden bij het samenstellen van beleggingsportefeuilles, en extra aandacht besteden aan de correlatie tussen risicoposities en stress-tests.

De buitengewone beleidsmaatregelen van centrale banken hebben deels gewerkt doordat zij toekomstig rendement naar voren hebben gehaald. Dat rendement is inmiddels verwerkt in de huidige prijzen: sinds de financiële crisis hebben de meeste beleggingsklassen buitengewoon hoge rendementen laten zien. Door de huidige waarderingen en de lang aanhoudende lage langetermijnrente zijn de verwachte rendementen van de meeste beleggingscategorieën beperkt. Onder deze omstandigheden zal de alpha die vermogensbeheerders kunnen genereren een nog belangrijker rol spelen voor het totaalrendement.

Voor betere beleggingsresultaten dienen beleggers zich te richten op de volgende vier punten: verbreden van je beta; tactisch opereren binnen en tussen beleggingscategorieën; alpha toevoegen door beleggingen met een structurele risicopremie en relatieve-waardestrategieën; portefeuilles zorgvuldig opbouwen, waarbij veel aandacht wordt besteed aan risicobeheersing en de dynamiek die liquiditeit te zien geeft. Wie de flexibiliteit heeft om van de beste wereldwijde kansen op het gebied van alpha gebruik te maken, zal waarschijnlijk goed beloond worden in de omstandigheden van de New Neutral. Er zullen zich bijvoorbeeld instapmogelijkheden aandienen door de verwachte volatiliteit, die ontstaat door de beperkte liquiditeit door de steviger gekapitaliseerde financiële sector. ■

Noot

1 Mr. Patrick Dunnewolt, directeur PIMCO Benelux.