

Welwillende centrale banken, welwillende markten?



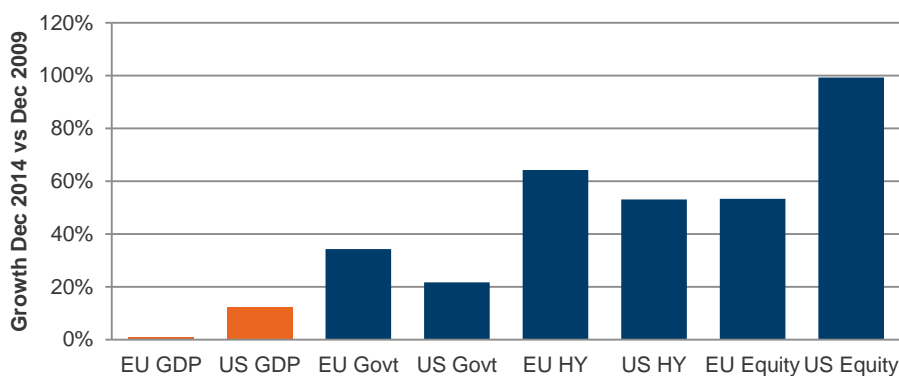
Giordano Lombardo
Group Chief Investment Officer

“Een wijs man vindt geen kansen, maar creëert ze.”

Francis Bacon

Na onze vorige CIO Letter van november bleef de “monetaire bonanza” de financiële markten naar nieuwe hoogtespunten stuwden. Dat gold met name voor de risicovollere beleggingscategorieën. In de meeste regio's vond dit alles echter plaats tegen de achtergrond van zwakke economische omstandigheden. De divergentie tussen de financiële markten en de economische fundamenteën werd hierdoor nog groter. Daarbij heeft het effectieve rendement op staatsobligaties inmiddels ongekend lage niveaus bereikt. In de eurozone biedt 93% van de obligaties op het moment van schrijven een rendement van minder dan 2%¹.

Uitbundige financiële markten ondanks traag herstel reële economie (dec 2009-dec 2014)



Bron: Bloomberg. Gegevens per 31 december 2014. Performancecijfers luiden in lokale valuta's. Staatsobligaties EU = BofA Merrill Lynch Euro Govt Bond Index, staatsobligaties VS = BofA Merrill Lynch US Treasury Index, HY EU = BofA Merrill Lynch Euro High Yield Index, HY VS = BofA Merrill Lynch US High Yield Index, aandelen EU = MSCI Europe TR Net Index, aandelen VS = MSCI USA TR Net Index. HY = high yield bedrijfsleningen.

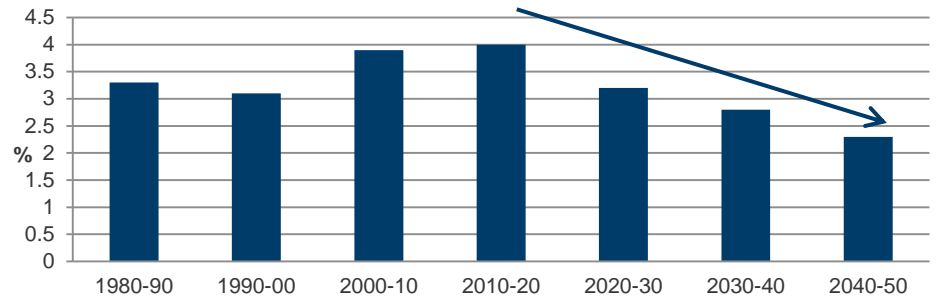
De beleggingsmogelijkheden blijven gelimiteerd: het kanspalet is beperkt, zelfs wanneer met verschillende scenario's rekening wordt gehouden.

Allereerst dienen beleggers zich af te vragen of de wereldeconomie langzaam maar zeker op weg is naar structurele deflatie, of dat de wereldeconomie te maken krijgt met een wat gunstigere situatie van *laagflatie*. Dit is vandaag de dag waarschijnlijk een van de meest relevante vragen op beleggingsgebied. Zouden we geloven dat de hierboven genoemde structurele deflatie het meest waarschijnlijke scenario is, dan zouden we de

¹ Bron: Bloomberg, gebruikmakend van het staatsobligatieuniversum in de eurozone (op 'yield to worst'-basis) per 15 februari 2015. In de berekening zijn alle investment grade-ratings en alle looptijden meegenomen.

hierboven genoemde rentevergoeding op staatsobligaties aantrekkelijk vinden en van oordeel zijn dat de andere beleggingscategorieën al zeepbellen aan het vormen waren. In het geval van *laagflatie* (hetgeen wij waarschijnlijker achten) zijn de huidige waarderingen nog wel houdbaar voor de risicovollere beleggingscategorieën. Het vooruitzicht zou echter een zeer laag potentieel rendement zijn: we denken dat de economische vooruitzichten gedrukt worden door een voortgaande schuldaufbouw, een vergrijzende bevolking en toenemende inkomensongelijkheden.

Een steeds tragere wereldgroei: Groei van het wereldwijde bbp per decennium

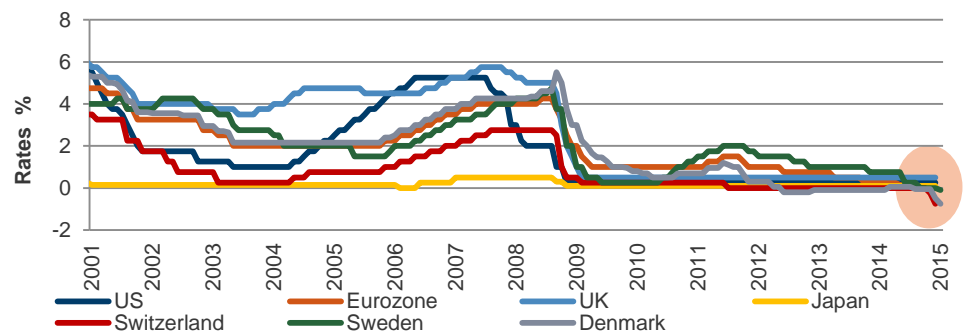


Bron: Prognoses OESO, Pioneer Investments; gegevens per 27 februari 2015.

De centrale banken proberen nu duidelijk met hun beleid de economie te stimuleren en zodoende de inflatie aan te wakkeren. Of zij daarin slagen of niet valt nog te bezien. Ondertussen zorgt hun beleid van financiële repressie² ervoor dat de schuldenlast minder op de schuldenaren (met name de publieke sector) en meer op de schouders van de spaarders (gezinnen) komt te rusten.

De centrale banken proberen nu duidelijk de economie te stimuleren en de inflatie aan te wakkeren. Of zij daarin slagen of niet valt nog te bezien. Ondertussen zorgt hun beleid van financiële repressie ervoor dat de schuldenlast minder op de schuldenaren (met name de publieke sector) en meer op de schouders van de spaarders (gezinnen) komt te rusten.

Centrale banken lopen tegen nieuwe grenzen aan: negatieve rentes



Bron: Bloomberg; gegevens per 27 februari 2015.

Allereerst moeten de centrale banken de groeiende deflatierisico's het hoofd bieden. Iedere regio, met waarschijnlijk de VS als enige uitzondering, gaat gebukt onder een eigen vorm van "inflatieziekte". In Europa moeten de interne onevenwichtigheden opgevangen worden die we aan de crisis overgehouden hebben (een hoge werkloosheid en hoge arbeidskosten in de Europese periferie). In China vormt de overcapaciteit in veel sectoren het "euvel". De deflatie wordt daar via de grondstofprijzen naar andere opkomende markten en andere regio's geëxporteerd. In Japan wordt al twee decennia lang tegen deflatie gestreden, maar zelfs met behulp van kwantitatieve verruiming is het voor de Japanse centrale bank nog steeds moeilijk om de inflatie aan te wakkeren. Een

Iedere regio, met waarschijnlijk de VS als enige uitzondering, gaat gebukt onder een eigen vorm van "inflatieziekte".

Naar onze overtuiging betekent dit alles dat de rente nog lange tijd laag zal blijven.

² Het concept financiële repressie werd in de zeventiger jaren geïntroduceerd voor beleidsmaatregelen gericht op verlaging van de staatsschuld. In deze context duiden we op het nulrentebeleid en negatieve rentebeleid dat de centrale banken ingevoerd hebben.

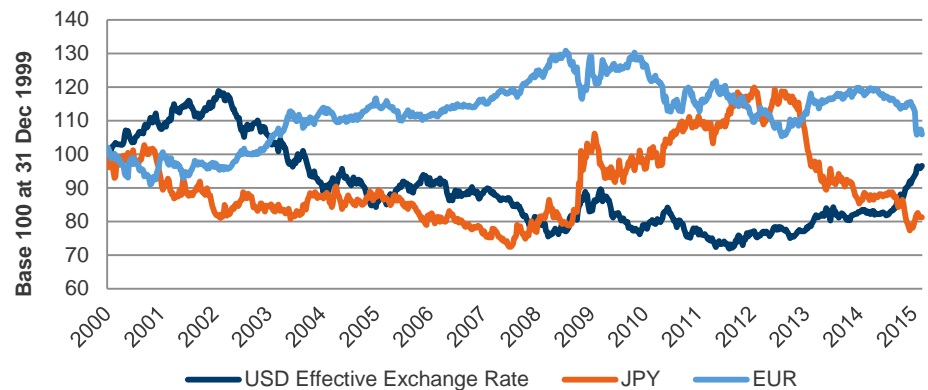
nieuwe complicatie vormt de daling van de olieprijsen, als gevolg van vraag/aanbodonevenwichtigheden en geopolitieke factoren.

Naar onze overtuiging betekent dit alles dat de rente nog lange tijd laag zal blijven.

Ten tweede zien we dat de centrale banken niet synchroon reageren nu zij met uiteenlopende fases van economisch herstel geconfronteerd worden. Enerzijds zullen de Amerikaanse en de Britse centrale bank waarschijnlijk als eerste een langzame normalisatie op gang brengen, nu de Amerikaanse en Britse economieën een degelijke performance laten zien. Anderzijds moeten de Europese Centrale Bank en de Japanse centrale bank waarschijnlijk nog de onconventionele paden blijven bewandelen. Nu de rente vrijwel 0% bedraagt, denken wij dat wisselkoersbewegingen een cruciale rol in het transmissiemechanisme van het onconventionele monetaire beleid naar de reële economie spelen. Wij zien de kans op een valutaoorlog dan ook toenemen en daarmee de kans op een nieuwe golf van marktvolatiliteit.

Nu de rente vrijwel 0% bedraagt en centrale banken niet synchroon reageren, zien wij de kans op een valutaoorlog toenemen.

Valutaoorlog?



Bronnen: Pioneer Investments, Bloomberg. Gegevens per 27 februari 2015.

Ondertussen vormt de actievare rol die overheden op het gebied van hervormingen spelen naar onze overtuiging een ander aandachtspunt voor beleggers. Het wordt steeds duidelijker voor ons dat monetair beleid alleen niet genoeg is om de groei weer aan te wakkeren, met name als het transmissiemechanisme tussen de liquiditeit die centrale banken verschaffen en de reële economie niet goed werkt.

De kwaliteit van het politiek leiderschap en de uitvoering daarvan zijn vanuit beleggingsoogpunt essentieel als we het delicate evenwicht tussen groeigericht (Keynesiaans) beleid en structurele hervormingen willen behouden. Met dat in gedachten, dichten we binnen de opkomende markten India, Indonesië en China een grotere slagingskans toe dan andere landen (zoals Brazilië en Rusland). In de eurozone is de situatie nog gecompliceerder en is de overgang naar een degelijkere groei nog bepaald geen feit. Niet alleen ontbreekt er een gemeenschappelijke visie op de mogelijke oplossingen, maar er is ook verschil van mening over de aard van de problemen (bijvoorbeeld op het gebied van bezuinigingen, kijk naar Griekenland). Tot dusverre staat het politieke project van de euro echter niet ter discussie (en dat verklaart de relatieve kalmte op de financiële markten ondanks de Griekse crisis). Wij vrezen echter dat de starheid van Europese beleidsmakers de anti-euro-partijen in de kaart zal spelen. Daarmee wordt voor de middellange termijn nóg een bron van instabiliteit gecreëerd.

Wat heeft dit alles voor beleggingsimplicaties? Een wereld die in toenemende mate van beleidsmakers afhankelijk is, kan volgens ons ook te maken krijgen met beleidsfouten en volatiele beleidsprocessen.

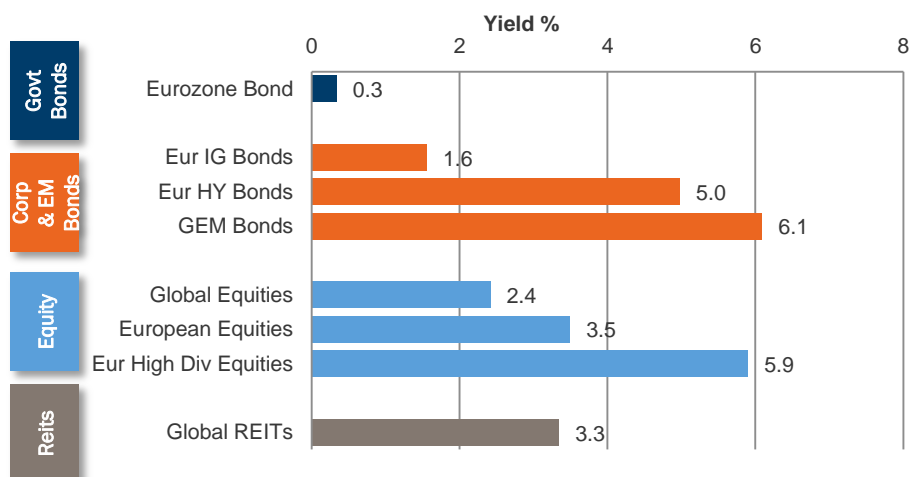
De kwaliteit van het politiek leiderschap en de uitvoering daarvan zijn vanuit beleggingsoogpunt essentieel als we het delicate evenwicht tussen groeigericht (Keynesiaans) beleid en structurele hervormingen willen behouden.

We verwachten niet dat de inflatie, bedreiging nummer één voor obligaties, in de nabije toekomst gaat opspelen. Integendeel, er kunnen structurele deflatoire krachten ontstaan, als niet wordt ingegrepen met agressievere beleidsmaatregelen.

De bovenmatige vraag naar obligaties (van centrale banken en instellingen, als gevolg van striktere regelgeving) kan de traditionele koppeling tussen de rentes en economische fundamenteen echter verder verzwakken, ook in gebieden met gunstigere conjuncturele vooruitzichten, zoals de VS. Wij vrezen dat de beleggingsrendementen in dat geval voor zowel particuliere als institutionele beleggers zeer laag blijven als gevolg van een soort “euthanasie van de renteniers” (zoals Keynes dit noemt in *The General Theory of Employment, Interest and Money*). De categorie institutionele beleggers wordt in dat geval waarschijnlijk gedwongen om de rendementsbeloftes aan beleggers te herzien. Derhalve zien wij als enige resterende mogelijkheid dat beleggers meer risico gaan aanvaarden binnen een kanspalet dat na een haussemarkt van vijf jaar nu niet bepaald aantrekkelijk is. Zij ontvangen nog wel steeds een (bescheiden) vergoeding voor het aanvaarden van risico. Wij denken dat de zoektocht naar rendement, die de markten de afgelopen vijf jaar heeft gedomineerd, zich zal voortzetten en zich gaat uitbreiden naar het institutionele segment. Beleggingscategorieën zullen waarschijnlijk ook worden beoordeeld op basis van hun “inkomstenpremie”. **Vanuit dit inkomstenperspectief blijven Europese aandelen en sommige delen van de creditmarkt (zoals schuld papier uit opkomende markten) nog steeds aantrekkelijk.**

Wij denken dat de zoektocht naar rendement, die de markten de afgelopen vijf jaar heeft gedomineerd, zich zal voortzetten en zich gaat uitbreiden naar het institutionele segment. Beleggingscategorieën zullen waarschijnlijk ook worden beoordeeld op basis van hun “inkomstenpremie”.

Opbrengstvoet per beleggingscategorie



Bron: Bloomberg. Gegevens per 15 februari 2015. Obligaties eurozone = effectief rendement op 10-jaars Duitse staatsobligaties, IG-obligaties Europa = Yield-to-worst op Barclays Pan European Aggregate Corporate ISMA, High yield-obligaties Europa = Yield-to-worst op Barclays Pan European High Yield ISMA, Obligaties wereldwijde opkomende markten = Geaggregeerd wereldwijd effectief rendement op JPMorgan Emerging Markets Bond Index EMBI, Aandelen wereldwijd = dividendrendement op MSCI World, Aandelen Europa = dividendrendement op MSCI Europe, Hoogdividendaandelen Europa = dividendrendement op MSCI Europe High Dividend. Vastgoedbeleggingsmaatschappijen (REIT's) wereldwijd = FTSE EPRA. De gegevens vertegenwoordigen in het verleden behaalde resultaten en bieden geen garantie voor de toekomst. Uitsluitend bedoeld ter illustratie. Niet bedoeld om de performance van Pioneer-producten weer te geven.

In een scenario van schuldafbouw, afzwakkende groei en kans op beleidsfouten, wordt het risicomanagement net zo belangrijk, zo niet nog belangrijker dan de zoektocht naar rendement.

Voorts zullen de relatieve waardemogelijkheden zeer belangrijk zijn: die vloeien voort uit de uiteenlopende beleidsmaatregelen van centrale banken en de ongelijke economische transitie. Hier kan naar onze overtuiging waarde gecreëerd worden: niet alleen op bepaald yieldcurves, maar ook tussen yieldcurves, sectoren, landen en valuta's onderling (om maar een paar voorbeelden te noemen). Onder deze omstandigheden zien wij de **alpha³** als een dominante bron van het totale beleggingsrendement.

In het hierboven geschetste scenario (schuldafbouw, afzwakkende groei, kans op beleidsfouten) verwachten wij dat het risicomanagement net zo belangrijk, zo niet nog

³Alpha – Meet de risicogewogen performance: het overrendement ten opzichte van het benchmarkrendement.

belangrijker wordt dan de zoektocht naar rendement. En dan hebben we het nog niet eens over het feit dat het marktliquiditeitsrisico toeneemt, nu minder liquide instrumenten zoals schuldpapier uit opkomende markten (EMD), leningen en high yield-obligaties een steeds groter gewicht in beleggersportefeuilles krijgen.

Samengevat, menen wij dat de financiële markten vandaag de dag weinig mogelijkheden bieden. Wij moeten dan ook zelf blijven proberen om kansen te creëren binnen het alphasegment, net als de door Francis Bacon beschreven wijze man.

Ondertussen handhaven wij een conservatieve benadering: we houden in onze strategieën een aanzienlijke liquiditeit aan en worden de staartrisico's bij de risicvollere beleggingscategorieën deels afgedekt.

**Important Information**

Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Pioneer Investments and is as of February 27, 2015. Unless otherwise stated, all views expressed are those of Pioneer Investments. These views are subject to change at any time based on market and other conditions and there can be no assurances that countries, markets or sectors will perform as expected. Investments involve certain risks, including political and currency risks. Investment return and principal value may go down as well as up and could result in the loss of all capital invested. This material does not constitute an offer to buy or a solicitation to sell any units of any investment fund or any services. Pioneer Investments is a trading name of the Pioneer Global Asset Management S.p.A. group of companies. Date of First Use: March 3, 2015.