



Ready for take-off

De beleggingsvisie voor 2015



Joost van Leenders,
chief economist bij het
Multi Asset Strategy team, Amsterdam
joost.vanleenders@bnpparibas.com

Divergentie – kenmerkend voor de economische trends en de ontwikkelingen op de financiële markten in 2014 – lijkt ook in 2015 een beeldbepalende factor te worden. Waar gaan de verschillen ontstaan? Wij vragen Joost van Leenders, hoofdeconoom van het Multi Asset Solutions team, en Colin Graham, chief investment officer van het team, naar hun vooruitzichten voor de wereldeconomie en de financiële markten.

Om bij jou te beginnen, Joost, zijn alle groeiverschillen conjunctureel van aard?

Joost van Leenders (JvL): Nee, dat is niet het geval. Wij verwachten dat de groei van de wereldeconomie licht aantrekt. Dat betekent dat de belangrijkste verschillen volgend jaar het gevolg zijn van verschillen in de trendmatige groei. De trendmatige groei is het tempo waarop een economie gedurende een langere periode kan groeien, afhankelijk van de toename van de beroepsbevolking en het tempo van de productiviteitsverbetering. Voor de VS schatten wij de trendmatige groei op circa 2,5%, ongeveer het dubbele van de eurozone. In Japan ligt deze groei waarschijnlijk net onder 1%. In de opkomende markten is de trendgroei over het algemeen hoger. In China is de officiële groeidoelstelling belangrijker. Die wordt volgend jaar wellicht naar 7% verlaagd.

Een economie groeit over het algemeen niet precies volgens de trendlijn. Wat kan ervoor zorgen dat een economie afwijkt van deze potentiële langetermijngroei?

JvL: De recente daling van de olieprijs is zo'n factor. Die is positief voor de wereldeconomie, met name voor de grote ontwikkelde landen. Zelfs in de VS, sinds kort zelf een belangrijke olieproducent, hebben de lagere olieprijsen volgens ons een positief effect. Tot de andere gunstige factoren behoort het nog steeds uitzonderlijk ruime monetaire beleid, ook nu de Amerikaanse Federal Reserve de aankoop van obligaties heeft beëindigd. In veel landen zal het begrotingsbeleid in 2015 de groei volgens ons minder remmen dan in 2014. De VS krijgt te maken met een sterkere dollar en een inhaalvraag – vaak een belangrijke aanjager van bovengroei wanneer een recessie grotendeels voorbij is. Er is ruimte voor verdere groei van de woningbouw en de bedrijfsinvesteringen. Dit kan de bbp-groei in de VS opdrijven tot iets boven het potentiële niveau.

In de eurozone is de inhaalvraag in potentie groter, dus als de economie na de vertraging in de tweede helft van 2014 weer aantrekt, kan ook hier de groei in 2015 boven het trendniveau uitkomen. Als het groeitempo eind 2014 echter laag is, beïnvloedt dit onvermijdelijk de gemiddelde groei over heel 2015 nadelig. Zelfs als de groei in de meeste kwartalen van 2015 iets boven het potentiële niveau uitkomt, zal de groei over het hele jaar slechts circa 1,25% bedragen. Japan zal volgens ons door de oplopende inflatie en de belastingverhoging in 2014 mogelijk moeite hebben om de potentiële groei te realiseren. China moet wellicht zijn economie blijven stimuleren om de officiële groeidoelstelling te halen.



Colin Graham,
chief investment officer bij het
Multi Asset Strategy team, Londen
colin.graham@bnpparibas.com

Ga voor meer over de
beleggingsmogelijkheden naar
www.bnpparibas-ip.nl



“De recente val van de olieprijs is positief voor de wereldeconomie”

Wat is het effect op de inflatie en het monetair beleid?

JvL: “De hond die niet blaft” - zo wordt inflatie wel eens beschreven. Dat kan in 2015 veranderen, met name in de VS. Maar bij een groei die slechts licht boven het potentiële niveau uitstijgt, zal de inflatie slechts geleidelijk oplopen. De hamvraag in de eurozone is of de desinflatie uitmondt in deflatie. Wij denken van niet. In de opkomende landen zien wij evenmin inflatiedruk: de inflatie blijft ook daar naar verwachting laag. In dat opzicht moeten de verwachte renteverhogingen door de Fed en de Bank of England volgens ons worden beschouwd als een nieuwe stap – na de beëindiging van de steunkopen – op de weg naar normalisering van het beleid. De Japanse centrale bank kondigde in oktober 2014 nog een forse uitbreiding van haar steunaankopen aan en zal het volgens ons voorlopig daarbij laten. De ECB en de Chinese centrale bank zouden echter wel eens verdere stimuleringsmaatregelen kunnen nemen.

Colin, wat zijn de gevolgen van een renteverhoging door de Fed in 2015?

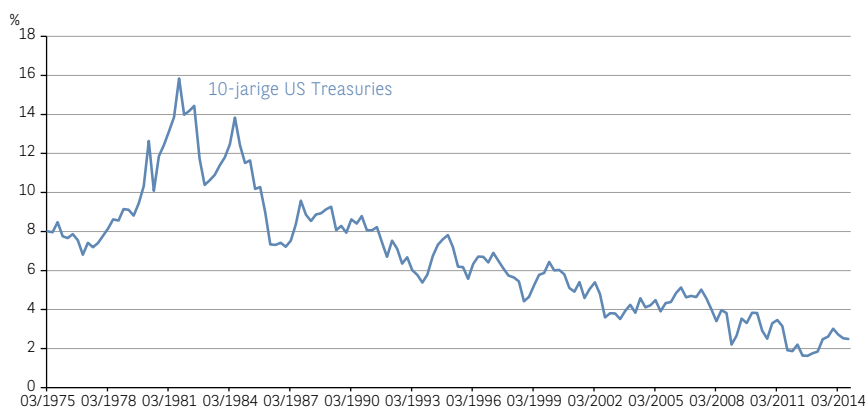
Colin Graham (CG): Wij denken dat dat enkele onbedoelde effecten kan hebben. Zo voorzien wij voor de meeste beleggingscategorieën een toename van de marktvolatiliteit. Verder zijn de schulden na de financiële crisis sterk afgebouwd doordat de kredietkraan een flink stuk is dichtgedraaid. Particulieren en bedrijven hebben minder mogelijkheden om kort geld te lenen en zo kasstroomproblemen het hoofd te bieden. Dat is volgens ons een verandering die tot grotere onzekerheid over de richting van de groei kan leiden.

In eerste instantie verandert er niets aan de rol van de VS als motor van de wereldeconomie. Wint het herstel van de wereldeconomie de komende anderhalf jaar aan kracht, dan zal de belangstelling toenemen voor goedkopere beleggingen in andere regio's waar de groeivoorzichten verbeteren. Gemiddeld duurt de conjunctuurcyclus in de VS tien jaar. Wij zitten inmiddels in het zesde jaar van een ongewoon traag herstel. Volgens ons is er, om allerlei redenen, nu al sprake van een afwijkende cyclus en deze keer zou de Amerikaanse cyclus wel eens langer kunnen gaan duren.

Hoe zit het met Europa? Hoe schat u de vooruitzichten voor de Europese financiële markten in?

CG: Nu de kwaliteitsbeoordeling van de bankactiva door de ECB achter de rug is en de ECB met haar eigen versie van kwantitatieve verruiming begint, zou er meer ruimte op de bankbalansen en meer aandacht voor ondernemen moeten komen. De onzekerheid over het nieuwe regelgevend kader voor banken is immers weggenomen. Omdat Europese aandelen volgens ons nu opvallend goedkoop zijn ten opzichte van Amerikaanse, verwachten wij dat beleggers meer in aandelen uit de eurozone zullen stappen. De kwantitatieve verruiming van de ECB is gunstig voor de waarde van obligaties uit de eurozone (zowel staats- als bedrijfsobligaties).

Figuur 1: Rendement 10-jarige US Treasuries – april 1975 tot en met september 2014



Bron: Bloomberg, BNPP IP per 30/09/2014

Hoe ontwikkelen aandelen uit de opkomende markten zich onder deze omstandigheden?

CG: De naderende renteverhoging in de VS heeft de waarde van beleggingen uit de opkomende markten sterk onder druk gezet. Door de recente opmars van de Amerikaanse dollar en de toegenomen marktvolatiliteit is hun waarde nog verder gedaald. Beleggers die op dalende opkomende markten inzetten, waarschuwen dat dergelijke waarderingen alle kenmerken van een klassieke ‘value trap’ vertonen. Binnen het Multi Asset Solutions team verwachten wij dat deze beleggingen in 2015 niveaus bereiken waarop ze goedkoop genoeg zijn om te kopen.

1 Zie bijvoorbeeld hoofdstuk 3 van de World Economic Outlook, april 2013, www.imf.org of EU should stop worrying about deflation, Andrew Sentance, mei 2014, www.ft.com



Positief aan de geschetste ontwikkeling in de VS en Europa is dat dit de centrale banken in de opkomende markten in staat zouden moeten stellen om een accommoderend monetair beleid te voeren.

En hoe zit met obligaties? Komt er in 2015 een einde aan de hausse op de obligatiemarkten?

CG: De afgelopen dertig jaar hebben houders van staatsobligaties op rozen gezeten: kapitaalbehoud, hogere groei dan inflatie en inkomsten (figuur 1 toont de ontwikkeling van het rendement op 10-jarige US Treasuries). Nu de rente extreem laag is, de rendementen bijna historisch laag zijn en de Federal Reserve op het punt staat de rente te verhogen, verwacht ik intuïtief dat er een einde komt aan de hausse op de obligatiemarkten. Ik beseft dat een omslag op de obligatiemarkten al jaren wordt voorspeld, dus waarom zou die er in 2015 wel komen? Ik zou die vraag willen omdraaien: wat is er nodig om de hausse te laten voortduren? Het antwoord is een Japanachtig scenario, met deflatie en verloren decennia. Zoals gezegd maakt dat scenario geen deel uit van onze macro-economische visie voor 2015. De VS is immers in veel structurele opzichten nu eenmaal niet Japan. Wij verwachten dat de rente op staatsobligaties stijgt, maar wel op een ordelijke manier.

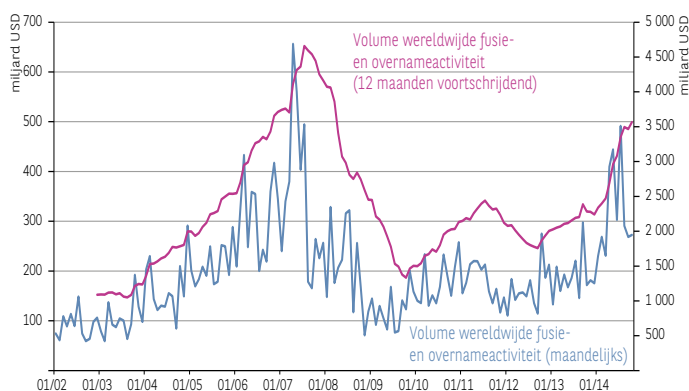
Met welke andere factoren moeten beleggers rekening houden?

CG: Grondstoffen, de wereldpolitiek en de economische groei vormen een puzzel waar veel beleggers mee blijven worstelen. De toegenomen geopolitieke risico's blijven, denk ik, bestaan. De toename van de op dit moment zeer geringe volatiliteit zorgt af en toe kort voor onrust omdat beleggers moeten wennen aan grotere prijsschokken. Er komen momenten dat diversificatie niet werkt en dat de succesvolle kopen-en-houden-strategieën (buy-and-hold) in twijfel worden getrokken. Dynamisch beheerde portefeuilles kunnen van de grotere koersfluctuaties profiteren.

De betugeling van de internationale financiële crisis heeft de inkomsten en rendementen uit beleggingen gedrukt, vooral bij staatsobligaties. Beleggers zijn nog steeds geïnteresseerd in beleggingen die inkomen genereren, maar moeten hoger op de risicocurve op zoek gaan naar rendementen die tegemoetkomen aan de structuur van hun verplichtingen. Relatief goedkope beleggingen met hogere rendementen zullen volgens ons beleggers aantrekken en deze cyclus voedt zichzelf als de stemming verbetert en de volatiliteit een kleiner punt van zorg wordt.

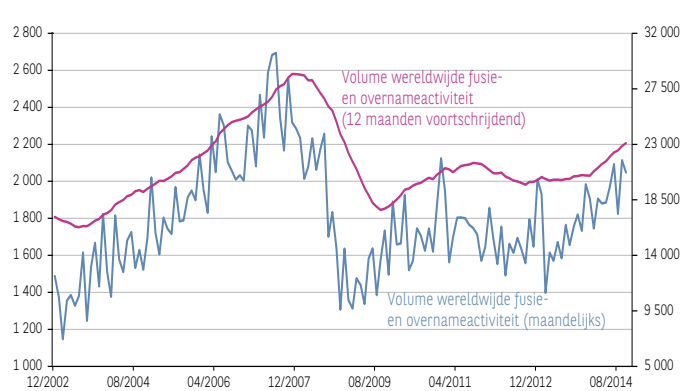
Managers hebben steeds meer vertrouwen in de toekomst, wat in 2014 te zien was aan de grote fusie- en overnameactiviteit (zie figuur 2 en 3). Wij verwachten dat deze ontwikkeling aanhoudt en dat niveaus die wij voor het laatst hebben gezien in 2006 en 2007 weer worden bereikt. Wat dit voor beleggers betekent, hangt af van hoe zij beleggen: via bedrijfs- of high-yield obligaties of via aandelen. Het 'groeidividend' dat op aandelen ontstaat doordat managers hun liquide middelen aan het werk zetten, zal de aandelenkoersen gemiddeld opdrijven. De overdaad aan liquide middelen en de toegang tot relatief goedkope financiering kunnen echter ook omstandigheden scheppen waarin over een paar jaar de wanbetalingen toenemen en de rendementsvooruitzichten voor high-yield verslechteren.

Figuur 2: Fusie- en overnameactiviteit wereldwijd (volume per maand) – januari 2002 tot en met oktober 2014



Bron: Bloomberg, BNPP IP per 30/09/2014

Figuur 3: Fusie- en overnameactiviteit wereldwijd (transacties per maand) – januari 2002 tot en met oktober 2014



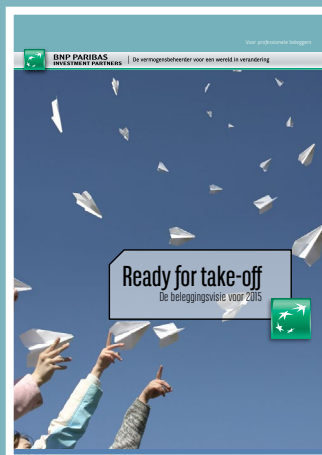
Bron: Bloomberg, BNPP IP per 30/09/2014

“We verwachten inderdaad een stijging van de obligatierendementen, maar wel op een ordelijke manier”

Geschreven op 6 november 2014

2 Zie bijvoorbeeld de meest recente Global Capital Confidence Barometer van Ernst & Young

Voor professionele beleggers



Ga voor de volledig versie van onze Investment Outlook 2015 naar: www.bnpparibas-ip.nl

INVESTORS corner
blog by BNP Paribas Investment Partners
www.investors-corner.bnpparibas-ip.com

Volg ons:



@BNPPIP_NL



BNP Paribas Investment Partners



BNPPIP

www.bnpparibas-ip.nl

Datastream en Bloomberg zijn de bronnen voor alle cijfers in dit document (per eind oktober 2014), tenzij anders aangegeven.

Dit document dient enkel ter informatie en is 1) geen voorstel of aanbod tot het aankopen of verhandelen van de financiële instrumenten hierin beschreven en 2) geen beleggingsadvies.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De waarde van de beleggingen fluctueert met de koerswijzigingen van de effecten waarin wordt belegd. De mogelijkheid bestaat dat uw belegging in waarde stijgt; het is echter ook mogelijk dat uw belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat uw inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat. Bij aan- en verkopen worden kosten in rekening gebracht.

BNP Paribas Investment Partners heeft alle redelijkerwijs mogelijke zorg besteed aan de betrouwbaarheid van dit materiaal, echter aanvaardt geen aansprakelijkheid voor druk- en zetfouten. De in dit document opgenomen informatie en opinies kunnen worden gewijzigd zonder voorafgaand bericht. BNP Paribas Investment Partners is niet verplicht de hierin opgenomen informatie en opinies te actualiseren of te wijzigen.

Dit document is uitgegeven door BNP Paribas Investment Partners Netherlands N.V., Herengracht 595 1017 CE Amsterdam / PO box 71770 1008 DG Amsterdam.

* "BNP Paribas Investment Partners" is de wereldwijde merknaam van de vermogensbeheerdiensten van BNP Paribas Groep.