

We zitten in een rendementscrisis

DOOR HARRY GEELS

'We zitten in een rendementscrisis', zo betoogt, Jan Loeys, Managing Director en langetermijnstrategeg bij J.P. Morgan. De financiële markten hebben te maken met een aantal structurele langetermijnkrachten die zullen bepalen of beleggingscategorieën de komende jaren nog wel of juist niet voldoende rendement zullen opleveren.

Wat zijn bij beleggen de belangrijkste rendementsdrijvers?

'Bij beleggen maken we onderscheid tussen strategische en tactische asset-allocation. Mijn functie is om vooral strategisch te kijken: hoe kan de beleggingsportefeuille voor de lange termijn, zeg maar de komende vijf tot tien jaar, het beste ingericht worden? Beslissingen nemen voor de kortere termijn, de tactische asset-allocation, doe ik niet meer. Veel van onze allergrootste klanten die ik begeleid, zijn tegenwoordig zo groot geworden dat ze ook niet gemakkelijk meer tactisch in of uit bepaalde beleggingscategorieën kunnen stappen. Voor hen domineren de strategische beslissingen.

Dit wil overigens niet zeggen dat alle grote klanten precies dezelfde langetermijnportefeuille hebben. Er worden vanzelfsprekend nuances aangebracht op basis van de specifieke situatie van de klant. Dat gezegd hebbende, zijn er voor de lange termijn drie rendementsdrijvers. Ten eerste de Internal Rate of Return (IRR), ofwel de yield waartegen een belegging nu wordt geprijsd. Bij obligaties is die gemakkelijk vast te stellen. De huidige yield is het rendement dat men zal verdienen op obligatieportefolio's over de volgende 10 jaar. In de Verenigde Staten betekent dit nu 1 ¼%. Zie Figuur 1. In euro's blijft dit nog altijd 0%. Europese investment grade-obligates leveren enkel nog ½% op.

Voor aandelen is het toekomstige rendement lastiger te bepalen, omdat gekeken moet worden naar winstgroei en P/E-ratio's, maar wereldwijd kom ik voor aandelen op de lange termijn ook niet verder dan 3 tot 5%. Aandelen uit opkomende markten geef ik trouwens geen hogere rendementsverwachting. De volatiliteit zal hier wel hoger zijn.'

COVID-19 gaat ook beleggersgedrag veranderen.

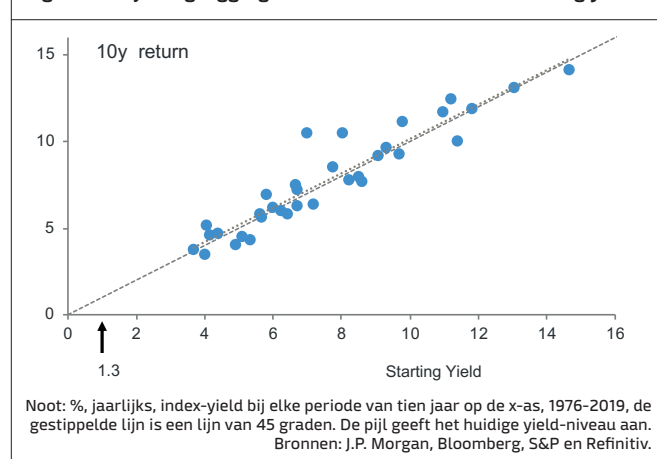
Hoe zit het met de andere twee rendementsdrijvers op de lange termijn?

'Als de wereldmarkten volledig geïntegreerd zijn, dan is het gemakkelijk: meer rendement gaat gepaard met meer risico en vice versa. Je moet alleen het aanvaardbaar risiconiveau of -budget kiezen. Maar gelukkig is er voldoende segmentatie in markten, waardoor bepaalde submarkten betere of slechtere rendementen per eenheid risico (return to risk) kunnen leveren. Dit zijn de zogenaamde structurele alpha-bronnen, of risicopremies, zoals Value, Small caps, Carry en Momentum.

De derde bron van langetermijnrendement betreft de structurele veranderingen in de wereld. Als beleggers hier tijdig op inspelen, kan daarvan worden geprofiteerd. De coronacrisis is bijvoorbeeld zo'n structurele verandering. Beleggers en bedrijven zullen hierdoor de komende jaren meer risicomijdend zijn.

Hoewel we het nu nog niet zien, zal er een deleveraging of schuldafbouw plaatsvinden. Ook zullen we door de coronacrisis minder naar kantoor gaan. Minder kantoorruimte en minder reiskilometers dus. Social distancing gaat uiteindelijk

Figuur 1: 10-jaars geaggregeerde rendementen versus startende yield



Over Hybrids ben ik het meest enthousiast. Deze asset class zit tussen groeiaandelen en 'veilige' obligaties in.

verdwijnen, omdat het tegen onze aard als social animals ingaat, maar de werkomgeving zal sneller en op grotere schaal digitaliseren dan voor de crisis.'

Geloof u dan ook in factorpremies?

'Geloof is een woord dat thuishoort in de kerk. Dit is een empirische kwestie. Voor sommige premies is voldoende bewijs, zoals de Fallen Angels- of Momentum-anomalieën, maar voor de meeste niet meer. Het is vaak pure data mining. Veel factorpremies bestonden vanwege bepaalde structurele redenen in het verleden.

Door steeds lagere transactiekosten zijn veel van de factoren weggegarbitreerd. Het smallcap-effect bestaat in de VS al meer dan veertig jaar niet meer. De Russell 2000 Index heeft sinds zijn lancering een underperformance laten zien versus de Russell 1000. In Europa lijkt er nog wel iets van een smallcap-effect te zijn, maar daar hebben de largecaps het de laatste decennia welbeschouwd eigenlijk erg slecht gedaan. Naarmate markten volwassener en efficiënter worden, verdwijnen de meeste factorpremies ook. Beleggers moeten er dus niet te veel van hun vermogen op inzetten.

Bovendien verandert de wereld. Mensen leren en gedrag verandert. Soms langzaam, soms snel bij een schok. De toekomst is nooit volledig gelijk aan het verleden. COVID-19 gaat ook beleggersgedrag veranderen. Bepaalde actieve beleggingsstrategieën die werkten in het verleden, presteerden in maart ineens heel slecht. Ze zullen waarschijnlijk ook nooit meer zo functioneren als in het verleden.'

Wat zijn behalve COVID-19 de belangrijkste langetermijnkrachten die de markten de komende jaren gaan beïnvloeden?

'De wereld zal deglobaliseren. Er is wat betreft globalisering de laatste jaren al sprake van een soort plateau, versterkt door populistische krachten in de VS en Europa. Het plateau gaat over in een fase van afnemende globalisering. Er zal verder meer aandacht komen voor de macht van de steeds groter geworden bedrijven. Onder andere de nieuwe Amerikaanse president Joe Biden zal inzetten op meer antitrust-regelgeving. De grote bedrijven worden in de maatschappij medeverantwoordelijk gehouden voor de grote ongelijkheid en het lage investeringsniveau in de wereld. De Big Tech zal als eerste aangepakt worden.

Verder zien we de omarming van de Modern Monetary Theory (MMT), die de fiscale discipline steeds meer gaat

vervangen. Ik heb natuurlijk wel een politieke en economische mening over MMT, maar dat is verder niet zo relevant. Het gaat om de beoordeling wat MMT betekent voor de financiële markten. Deze zal waarschijnlijk inflatie veroorzaken.

De inflatie wordt verder versterkt door andere trends, zoals de deglobalisering en de demografische ontwikkelingen. Door de afname van het aantal arbeidskrachten krijgen arbeiders weer meer onderhandelingskracht, wat de winstgevendheid van de bedrijven niet ten goede komt. Daarbovenop hebben we te maken met de klimaatverandering, die bepaalde investeringssectoren bevoordeelt. Alles overziend zullen de langetermijnkrachten leiden tot lagere rendementen.'

Waarom is er sprake van een rendementscrisis?

'De rendementen van de 60/40-portefeuille zullen in de komende vijf tot tien jaar beduidend lager liggen dan in het verleden, zoals Figuur 2 aangeeft. Voor obligaties staan we zo goed als op een yield van 0% en aandelen

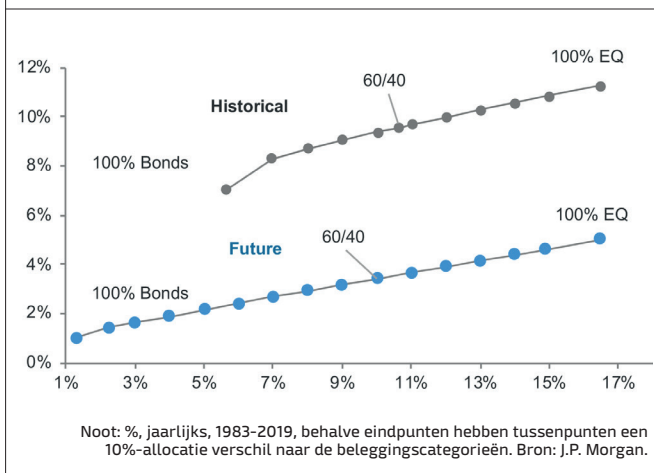


Foto: Archief J.P. Morgan AM

CV

Jan Loeys is Managing Director en Long-term Strategist in Global Research. Hij werkt vanuit New York en Londen en adviseert over Strategic Investing, schrijft *The Long-term Strategist* en co-managet de *J.P. Morgan Perspectives*. Voor zijn komst naar J.P. Morgan in 1986 was Loeys Senior Economist bij de Federal Reserve Bank of Philadelphia. Daarnaast doceerde hij Finance en Economics aan de UCLA, de Wharton School, NYU en Fordham University. Loeys ontving in 1975 een Lic. in Economics en een Bac. in Philosophy van de Katholieke Universiteit in Leuven en promoveerde tot PhD in Economie aan de UCLA in 1982.

Figuur 2: Efficiënte grenslijnen in dollars, in het verleden vanaf 1983 en in de toekomst voor de komende tien jaar



worden momenteel verhandeld tegen historisch gezien hoge fundamentele ratio's. Aandelen hebben het de afgelopen jaren ook veel beter gedaan dan de groei van de wereldeconomie rechtvaardigt. Dit komt doordat de winsten per aandeel het laatste decennium sterk zijn gestegen als gevolg van de eerder besproken krachten als de globalisering en de macht van het bedrijfsleven, verder geholpen door aandeleninkoopprogramma's. Maar de toekomst zal anders zijn.

Het wordt mensen bovendien steeds duidelijker dat de rendementen lager komen te liggen. Daardoor zullen ze langer moeten werken, of extra voor hun pensioen moeten sparen of beleggen. Het gevolg is dat ze minder gaan uitgeven. Ik kom al met al niet verder dan een verwacht rendement van zo'n 3,5% voor de 60/40-portefeuille. Daar kan dan nog wat alpha aan worden toegevoegd door contrair te beleggen en op de juiste langetermijntrends in te spelen. Als het binnen de risicokaders mogelijk is, zouden beleggers voor een wat hoger rendement ook meer risico kunnen nemen. In theorie wordt risico's nemen op de lange termijn immers beloond.'

Welke beleggingscategorieën zijn nog interessant?

'Ik ben het meest enthousiast over hybrids, zoals high yield, convertibles, CMBS, Utilities, preferente aandelen en REITs. Deze asset class zit tussen groeiaandelen en 'veilige' obligaties in. Bij Hybrids hebben aandelen karakteristieken die op obligaties lijken, en obligaties hebben veel weg van aandelen. Zij bieden superieure tijdsdiversificatie en een beter rendement als we rekening houden met langetermijnrisico's.

Alles overziend zullen de langetermijnkrachten leiden tot lagere rendementen.

Beleg vooral niet meer in staatsleningen van de ontwikkelde landen. Ze bieden geen yield en geen bescherming meer voor aandelen.

Healthcare is interessant, niet zozeer vanwege de ontwikkeling van het COVID-19-vaccin, maar meer vanwege alle bijvangst in de vorm van ontdekkingen die plaatsvinden bij de ontwikkeling van het vaccin.

Potentieel interessant zijn verder de beleggingsstrategieën die zich richten op: Momentum, Minimum Volatility, buybacks, IPOs en Fallen Angels. Daarnaast zouden er in de beleggingsportefeuille overwegingen kunnen worden gedaan in beleggingen die inflatiegevoelig zijn, zoals REITs en sectoren die het tegengaan van de klimaatverandering faciliteren. Joe Biden gaat zich namelijk weer aansluiten bij het akkoord van Parijs. EMD is ook interessant en dan vooral China Bonds. Ik verwacht namelijk dat China zich de komende jaren ook gaat aansluiten bij de 'Zero Yield Club'. Met de daling van de rente zullen China bonds in prijs stijgen. Tot slot goud, vanwege het beleid van de centrale banken.'

Waar moeten we als beleggers juist niet meer in beleggen?

'Beleg vooral niet meer in staatsleningen van de ontwikkelde landen. Ze bieden geen yield en geen bescherming meer voor aandelen. Verder is het verstandig terughoudend te zijn op het gebied van de Big Tech, omdat het waarschijnlijk is dat de autoriteiten de macht hiervan willen breken.

Emerging Markets Equity is ook niet zo interessant meer. Het verwachte rendement is gelijk aan dat van aandelen in de ontwikkelde regio's, maar gaat samen met een hogere volatiliteit. De deglobalisering gaat opkomende markten ook niet helpen.

Financials in de ontwikkelde markten staan er nog altijd niet goed voor. Die kunnen beter ook gemeden worden. Veel slechte leningen op de balans en de lage rente doen banken pijn. Ik verwacht de komende jaren de nodige aandelen-emissies om de bankbalansen te versterken, ofwel verwatering voor aandelenbeleggers.

Verder zie ik weinig potentieel in cryptomunten. De technologie zoekt hier nog altijd naar de echte toepassingen. Bovendien zullen centrale banken met hun eigen digitale valuta's komen. Behalve in goud geloof ik tot slot niet in grondstoffen. De inflatie die komt, zal vooral op het conto van de hogere lonen kunnen worden geschreven.' «