

De Weygerbergen

bureau voor performancemeting en vermogensbegeleiding

Het nieuwe beleggen

Het is alweer meer dan een jaar geleden, dat El-Erian, zijn theorie over *the new normal theory* ontvouwde. Die theorie luidde in het kort, dat voor een reeks van jaren de economische groei in het Westen achter zou blijven bij wat de wereld gewend was geraakt. Volgens de strategie van PIMCO zou de gemiddelde groei in de VS terugvallen van 3% naar 2% of op zijn best 2,5%.

Van oud naar nieuw

Als er een 'new normal' is, dan moet er ook een 'old normal' geweest zijn. De oude wereld, die nu niet meer is, duurde pakweg van het begin van de jaren tachtig tot het ineensstorten van Lehman Brothers in september 2008. Het was de tijd dat goedkope financiering de prijzen van allerlei beleggingsklassen naar ongekende hoogte stuwde met als hoogte(diepte)punten de dotcomcrisis en de huizenbubbel. Het was de tijd dat overvloedige liquiditeiten van beslissende invloed waren op het wel en wee van de huizenmarkt, commercieel onroerend goed, investment banking en nog veel meer. In 2008 is met een klap een einde gekomen aan een model dat was gebouwd rond de notie van het opbouwen van schulden en aanhoudende deregulering van de financiële markten.

De huidige periode kenmerkt zich door het afbouwen van schulden en een tot dusverre beperkte reregulering. En dat, zo denken ze bij Pimco, heeft ook gevolgen voor beleggen en beleggingsopbrengsten. Heerste er in de jaren negentig nog de overtuiging dat aandelen over de langere termijn tussen 8% en 10% aan opbrengst zouden kunnen genereren, het daarop

volgende decennium heeft weinig van die opvatting overgelaten. Het Japanse voorbeeld over de afgelopen 20 jaar moet obligatiehouders leren, dat een dividend yield ruim boven 2% a 3% helemaal niet vanzelfsprekend is.

Het missen van the new normal

Als Pimco gelijk heeft en de opbrengsten van aandelen en obligaties over de laatste 25 jaar waren de uitzondering en niet de regel, dan heeft dat consequenties voor partijen die beleggen voor de lange termijn. Pimco wijst erop, dat veel pensioenfondsen er bij het bepalen van hun beleggingsbeleid nog steeds van uitgaan van een lange termijn opbrengst van 8%, alhoewel die opbrengsten over het afgelopen decennium al terug gevallen waren naar 3%. Wie bij een klassieke 60/40 verdeling 8% wil behalen op zijn beleggingsportefeuille, moet al snel 12% rendement behalen op zijn aandelen, want obligaties doen niet veel meer dan 2,5%. Maar hoe waarschijnlijk is het dat aandelen een bovengemiddeld rendement scoren in een omgeving van zeer lage inflatieverwachtingen en dito economische groei van zeg 2%? Er is geen 'asset inflation' meer en deleveraging is nu de mode.

Wat valt er dan nog te verwachten voor de belegger in the new normal. Bij Pimco zijn ze in twee opzichten niet optimistisch. Obligaties doen de komende jaren 2,5% en aandelen 2% en soms 3%. Dat is al niet om naar huis te schrijven, maar ze vrezen met grote vrezen voor het ingezette beleid van Fed, systeem van centrale banken, en overheid. De Fed houdt de rente laag en de combinatie van *quantitative easing*ⁱ en alsmat oplopende

overheidstekorten moeten voor een nieuwe 'oude' BNP groei zorgen van nominaal 5%. Dat oude niveau van groei moet boeren, burgers en buitenlui aansporen tot consumeren en spenderen. Het hindert niet dat het groeipercentage feitelijk alleen maar oplopende inflatie is. Dat is een zorg voor morgen, zo lijken beleidsmakers te denken. Of dit beleid een 'succes' wordt. Bij Pimco gokken ze erop, dat de goegemeente met een scherp oog voor twintig jaar ervaring in Japan, bedankt voor de beleid.

Tenslotte

Is het nog wel aantrekkelijk om te beleggen, als Pimco gelijk krijgt? Het hangt ervan af. Wat zou het alternatief zijn als de rente in de richting van 0% gaat. Het aanhouden van liquiditeiten is dan geen alternatief. Hoe je het ook draait of keert, beleggingsopbrengsten lijken de komende jaren aan de gematigde kant. Echter als de opbrengstenkant niet uitbundig is, dan is het wel belangrijk dat er aan de kostenkant geen vreemde dingen gebeuren. Dat wil weer zeggen dat een scherpe controle op het doen en laten van de vermogensbeheerder het verschil kan maken tussen winst en verlies in een tijd van erg smalle marges. Dat is precies wat we bij De Weygerbergen doen.

Cor Wijtvliet,
Nieuwsbrief Weygerbergen Oktober 2010

ⁱ Quantitative easing is beleid van centrale banken bedoeld om liquiditeiten de economie in te pompen. Dat kan bijvoorbeeld door grootschalig staatsobligatiesop te kopen.