



JANUS CAPITAL
Group

Investment Outlook

Door Bill Gross

December 2014

Hoe konden ze dat nou doen?



Punch and Judy fought for a pie.
Punch gave Judy a sock in the eye.
Said Punch to Judy, "Would you like any more?"
Said Judy to Punch, "No my eye is too sore."

– Engels kinderrijmpje

Geloof het of niet, die rijmpjes uit de oude doos waren bestemd voor kinderen! Dit rijmpje geeft aardig de spelregels van een hedendaagse voetbalwedstrijd weer. Een eeuw geleden werd het volop gebruikt om kinderen voor te houden wat je wel en niet mag doen. Je had ook Jack en Jill, en Little Miss Muffet – die allemaal voorzichtig moesten zijn – vooral Miss Muffet die moest opletten dat haar lekkers niet door spinnen werd weggekaapt! Dan was er het versje over een oude vrouw die in een schoen woonde, met als moraal dat als je in een schoen woont, je zoveel kinderen krijgt dat je je geen raad meer weet. Eerlijk gezegd – hoe die kinderen werden verwekt is me een raadsel, tussen al die veters en zo. En in plaats van geurkaarsen, nou ja, u begrijpt het. Zelfs Tige, de hond van Buster Brown uit de schoenenreclame, had er niet in willen wonen.

Het rijmpje over Punch and Judy geeft een beeld van de heersende moraal aan het begin van de 20ste eeuw: mannen waren de baas en huiselijk geweld was toegestaan. En de enige manier waarop vrouwen volgens de stripverhalen uit die tijd wraak konden nemen, was in de keuken met de spreekwoordelijke koekenpan... Kijk uit, Dagwood – hier komt Blondie! Tegenwoordig vinden we dit allemaal bedenkelijk, en dat is maar goed ook. En wat te denken van de televisie-serie "Mad Men", waar we worden teruggevoerd naar die slechte oude tijd toen iedereen op kantoor en naast je in het vliegtuig rustig zat te roken. "Hoe konden ze dat nou doen!!!" roepen we vrijwel meteen, want wij hebben ons aangepast en hanteren nu andere maatschappelijke, morele en ethische normen.

Als het gaat om ras, geslacht, seksuele geaardheid of noem maar op ... we hebben vooruitgang geboekt. Maar al roepen we "Hoe konden ze dat nou doen?", we kunnen misschien toch wel begrijpen waarom ze het deden. Misschien wisten ze niet beter, misschien was het er de tijd niet voor, of misschien hadden ze gewoon een Martin Luther King, Betty Friedan of Harvey Milk nodig om hen de ogen te openen. Het enige mogelijke antwoord op "Hoe konden ze dat nou doen?" is dan ook: "Ze deden het toen – maar nu niet meer zo."

Wat ik ook interessant vind, is vooruitkijken en proberen te bedenken over welke dingen die wij nu als samenleving doen onze kleinkinderen straks zullen vragen: "Hoe konden ze dat nou doen?" Dat valt nog niet mee, want zoals iedereen in de jaren '60 roken volkomen normaal vond (zie "Mad Men"), is het ook voor ons lastig zich een andere denkwereld voor te stellen. Misschien verbazen ze zich dan wel over onze eetgewoonten. Zetmeel in alles wat we eten en drinken, van genetische gemodificeerde mais: "Hoe konden ze dat nou doen?" Misschien zijn het robotauto's waarvan onze kleinkinderen zich zullen afvragen: "Hoe konden ze dat nou doen? Geen wonder dat er zoveel doden in het verkeer vielen." Of misschien staat studeren aan de universiteit in de toekomst wel boven aan de lijst van onvoorstelbare dingen: "\$200.000 uitgeven voor vier jaar feestvieren – hoe konden ze dat nou doen?" We zullen het zien, of liever, onze kinderen zullen het zien. Zij zullen hun wereld tot een voor hun bekende omgeving omvormen, en op hun beurt worden gevormd door de veranderende ethische normen, als een wiel in een wiel. Punch en Judy zouden verbaasd zijn.

Over lessen voor de toekomst gesproken: de centrale bankiers van de wereld zijn momenteel bezig met een ontdekkingsproces dat, zo hopen zij, hun economieën nieuw leven zal inblazen zonder het inflatiespook van de jaren 1970 weer op te wekken. Als Fed-voorzitter Janet Yellen de Little Miss Muffet uit het versje was, zou ze hopen de "curds and whey" (Engelse geitenkaas) van 2% à 3% reële economische groei te kunnen verorberen zonder te hoeven vrezen voor gevaarlijke prijsstijgingen in de toekomst. Als ECB-voorzitter Mario Draghi de ouderwetse "Punch" was, zou hij bondskanselier Angela Merkel en haar strikte monetaire en begrotingsbeleid figuurlijk te lijf gaan: "Pak aan Judy/Angela!" Met wie ik de gouverneur van de Japanse nationale bank Haruhiko Kuroda moet vergelijken, weet ik niet; misschien met de kleine Jack Horner, die zijn duim in de kersttaart steekt, er een pruim uittrekt en roept: "Wat ben ik een brave jongen!" Ach ja, beleidsmakers... Misschien zijn de afgelopen vijf jaar wel een grote poppenkast geweest.

Hoe dan ook, elk van deze centrale bankiers probeert in feite hetzelfde te doen: een schuldencrisis oplossen door meer schuld te maken. Is dat mogelijk? Een paar jaar geleden schreef ik dat dit sterke staaltje zou kunnen slagen, maar dan wel onder bepaalde voorwaarden: 1) de uitgangssituatie moet niet te slecht zijn; 2) monetair en fiscaal beleid moeten gecoördineerd zijn en tot aanvaardbare structurele groeipercentages leiden; en 3) particuliere beleggers moeten blijven deelnemen aan de schertsvertoning op de kapitaalmarkt die het resultaat van dit beleid is.

Ik zal deze drie voorwaarden een voor een uitleggen.

- 1) Met de uitgangssituatie bedoel ik de bestaande structurele problemen die een succesvolle terugkeer van de oude, normale nominale groeipercentages kunnen belemmeren. Vast staat dat de bestaande schuld/bbp-ratio van een land de kans van slagen sterk beïnvloedt. Het is bijvoorbeeld moeilijk voorstelbaar dat Japan uit zijn schuldenmoeras kan ontsnappen door simpelweg nog meer schuld te creëren en 100% of meer van het nieuwe en bestaande aanbod op te kopen. Ook Griekenland (dat al verschillende herstructureringen heeft ondergaan) en andere landen in de euro-periferie beginnen het genezingsproces met een flinke achterstand wat schuldquote betreft. Maar tot de structurele tegenwind behoren nog andere belangrijke verschijnselen die ik al in 2009 beschreef in mijn versie van het "Nieuwe Normaal": vergrijzing, technologie/de race (en "rage") tegen de machine, en het aanhoudende verzet tegen de globalisering: het zijn allemaal groeibeperkende factoren waarmee rekening moet worden gehouden. Econoom en oud-minister van Financiën Larry Summers noemde dit terecht een "langdurige stagnatie", wat een andere manier is om het Nieuwe Normaal en het funeste effect ervan op de toekomstige groei te beschrijven.
- 2) Monetair beleid en begrotingsbeleid moeten elkaar versterken: ze moeten stimulerend zijn in plaats van contraproductief. Zo heeft het weinig zin om, zoals in de eurozone gebeurt, een krap begrotingsbeleid te voeren dat gericht is op begrotingsevenwicht zoals in Duitsland, en tegelijkertijd kwantitatieve verruimingsmaatregelen te nemen en een negatief rentebeleid door te voeren.

...de centrale bankiers van de wereld zijn momenteel bezig met een ontdekkingsproces dat, zo hopen zij, hun economieën nieuw leven zal inblazen zonder het inflatiespook van de jaren 1970 weer op te wekken.

Hetzelfde geldt voor Japan, waar de centrale bank omvangrijke stimuleringsmaatregelen doorvoert maar tegelijkertijd de btw wordt verhoogd. De kritiek is zelfs van toepassing op de VS, waar het begrotingstekort de afgelopen vijf jaar door middel van een restrictief fiscaal beleid is verlaagd van 10% naar 3%. Zonder schaliegas zou Uncle Sam misschien wel te vergelijken zijn met een oude man in een schoen, die niet wist wat te doen. Want net als elders in de wereld is ook in de VS nauwelijks aandacht besteed aan overheidsinvesteringen en infrastructuuruitgaven. Het was altijd monetair beleid wat de klok sloeg, en de meeste positieve effecten werden zichtbaar op de financiële markten in plaats van in de reële economie. De schuld die op dit moment wordt gecreëerd, helpt niet om de reële groei te bevorderen of een schuldencrisis op te lossen – maar wordt door bedrijven gebruikt om aandelen in te kopen en de groeiende ongelijkheid tussen de zeer rijken en de middenklassen te versterken.

3) Zorgen dat particuliere beleggers het "spel" op de financiële markten blijven meespelen, ook al heeft het veel weg van een piramidespel, lijkt eenvoudig. "Waar kunnen ze anders heen", was en is nog steeds het voor de hand liggende refrein. Ik weet het niet, maar misschien kan Google Maps de weg wijzen. Maar aan de rand en in de marges zijn er wel degelijk alternatieven voor negatieve rentes, kunstmatig lage beurswaarden of escalerende K/W-ratio's gebaseerd op historisch hoge winstmarges. En als beleggers iets moeten kopen, wil dat nog niet zeggen dat ze dat in hun eigen of een specifiek land moeten doen. Als het rendement van een 3-jaars Duitse staatsobligaties -0,05% is, waarom dan niet een 3-jaars Braziliaanse staatsobligatie, die 12,5% biedt? Nu kiest de markt nog voor Duitse obligaties met een negatief rendement, maar u snapt waar ik heen wil. Meer schuld creëren met kunstmatig lage rentes leidt tot valuta-oorlogen en wisselkoersschommelingen die de wereldwijde kapitaalmarkten verstoren. Een schuldencrisis oplossen door meer schuld te creëren kan geen remedie zijn als een hogere volatiliteit de historische kapitaalstromen en de bijbehorende handel verstoort.

En uiteraard wijst de economische theorie erop dat kunstmatig lage rentes uiteindelijk niet tot meer consumptie en reële groei leiden, maar tot meer besparingen voor toekomstige verplichtingen zoals studiekosten, gezondheidszorg en, tot slot, pensioen. Als een huishouden voor een of meer van deze toekomstige verplichtingen \$250.000 nodig heeft, zal het twee keer zo moeilijk zijn om dit te bereiken als de 5-jaars Treasury-rente 1,5% bedraagt in plaats van 3%.

Omdat aan geen van de drie voorwaarden voor een bevestigend antwoord op mijn eerdere vraag "Kan een schuldencrisis worden opgelost met meer schuld?" is voldaan, is het moeilijk voorstelbaar dat ik in de dagen die mij resteren (minder dan voor de meesten van u) nog een terugkeer naar "normaal" zal meemaken. Ik vermoed dat toekomstige generaties zich over onze beleidsmakers hetzelfde zullen afvragen als wij nu doen over roken in het openbaar, discriminatie van homoseksuelen of een andere misstand die nu rechtgezet wordt.

Hoe konden ze dat nou doen? Hoe konden de beleidsmakers om te beginnen zo veel schuld laten ontstaan, en vervolgens verzuimen hun systeem hierop af te stemmen? Hoe konden ze denken dat geld drukken en schulden maken zou leiden tot welvaart in plaats van gewoon steeds meer schuld? Hoe konden de fiscale autoriteiten werkeloos toezien en proberen hun begroting in evenwicht te krijgen in plaats van goedkoop te lenen en de opbrengst te investeren in infrastructuur en innovatie? Er is zeker een parallel met de versjes van vroeger te trekken, maar of het verhaal goed afloopt, is zeer de vraag.

De markten worden inmiddels gekenmerkt door lage rendementen en een dalende liquiditeit. Beleggers zouden kunnen beginnen hun risico iets te verlagen: door te kiezen voor activa van hogere kwaliteit, de duration te verlagen en zich voor te bereiden op minimaal een einde van niet alleen de stijging van activawaarden, die gebaseerd is op een foutieve veronderstelling van de centrale banken over kunstmatige rentes, maar ook van de QE en het doorsijpelen van schijnwelvaart naar de werkende klasse. Als de oude rijmpjes ook een les voor de toekomst bevatten, moeten beleggers bedenken dat "Jack and Jill went up the hill", maar dat vervolgens "Jack fell down, broke his crown, and Jill came tumbling after." En misschien al binnenkort.

William H. Gross

*De markten worden
inmiddels gekenmerkt
door lage rendementen
en een dalende
liquiditeit. Beleggers
zouden kunnen
beginnen hun risico iets
te verlagen ...*

Over Janus Fixed Income

Al meer dan 25 jaar helpt Janus obligatiebeleggers om hun financiële doelen te bereiken. Onze beleggingsexperts zetten zich in om onze cliënten de stabiliteit te bieden die zij verwachten, met een voortdurende focus op risicogecorrigeerd rendement en kapitaalbehoud. Tegenwoordig kunnen wij beleggers in een groot aantal markten van dienst zijn dankzij een gevarieerd aanbod aan vastrentende strategieën met sterk gescheiden, elkaar aanvullende beleggingsbenaderingen: een fundamenteel bottom-up proces dat door CIO Gibson Smith wordt geleid, en een top-down wereldwijd macro-proces dat door Bill Gross wordt geleid.

Uitgegeven in Europa door Janus Capital International Limited, in het VK toegelaten en gereguleerd door de Financial Conduct Authority en in Dubai toegelaten en gereguleerd door de Dubai Financial Services Authority als vertegenwoordigend kantoor; ook uitgegeven door Janus Capital (Switzerland) LLC, in Zwitserland toegelaten en gereguleerd door de FINMA.

Uitgegeven in: (a) Taiwan (R.O.C) door Janus Capital Taiwan Limited, toegelaten en gereguleerd door Financial Supervisory Commission R.O.C.; (b) Hongkong en Australië door Janus Capital Asia Limited (ARBN 122 997 317), dat statutair gevestigd is in Hongkong, is vrijgesteld van de plicht een vergunning van de Australische toezichthouder te bezitten en wordt gereguleerd door de Securities and Futures Commission van Hongkong volgens het recht van Hongkong, dat afwijkt van het Australische recht; en in (c) Singapore door Janus Capital Singapore Pte. Limited (Company Registration No. 200617443N), dat een vergunning van de Monetary Authority of Singapore bezit om gereguleerde activiteiten op het gebied van fondsbeheer en effectenhandel te verrichten.

In Australië alleen voor gebruik door distributeurs; in Taiwan R.O.C en China alleen beschikbaar voor specifieke institutionele beleggers. In Singapore alleen beschikbaar voor geaccrediteerde en institutionele beleggers zoals gedefinieerd in artikel 4A van de Securities and Futures Act (art.289); andersoortige verspreiding is in Singapore niet toegestaan.

De informatie in dit document is niet voorgelegd aan of goedgekeurd door de China Securities Regulatory Commission of andere overheidsautoriteiten in China. Janus Capital Group en haar dochterondernemingen hebben geen vergunning of toestemming voor het openbaar aanbieden van beleggingsproducten of -adviesdiensten in de Volksrepubliek China. Dit document en de informatie hierin zijn alleen bestemd voor specifieke institutionele beleggers in China. Niet voor openbare verspreiding of openbaar gebruik in China.

Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies of als aanbod of aanbeveling om effecten te verkopen of te kopen, tenzij uit hoofde van een overeenkomst die in overeenstemming is met de toepasselijke wetten, regels en verordeningen. Janus Capital Group en haar dochterondernemingen zijn niet aansprakelijk voor de ongeoorloofde verspreiding, geheel of gedeeltelijk, van dit document onder derde partijen of voor informatie die uit deze presentatie wordt afgeleid; zij garanderen niet dat de verstrekte informatie juist, volledig of actueel is en doen geen toezeggingen ten aanzien van de resultaten die door gebruik ervan worden verkregen. Zoals bij alle beleggingen zijn er inherente risico's die elke belegger zelf moet beoordelen.

De verspreiding van dit document of de informatie hierin kan onderworpen zijn aan wettelijke beperkingen, en ze mogen niet worden gebruikt in een rechtsgebied of situatie waarin het gebruik ervan onwettig zou zijn. Indien de tussenpersoon dit document of informatie daaruit wil doorgeven aan een derde partij, is het de verantwoordelijkheid van de tussenpersoon om te onderzoeken in hoeverre dit krachtens de relevante wetgeving toegestaan is en deze wetgeving na te leven.

Deze presentatie is geen openbaar aanbod van effecten in het Sultanaat Oman, zoals bedoeld in de Wet op de handelsondernemingen van Oman (Koninklijk decreet nr. 4/74) of de Wet op de kapitaalmarkten van Oman (Koninklijk decreet nr. 80/98), geen aanbod om niet-Omaanse effecten te verkopen en geen uitnodiging tot het doen van een aanbod om niet-Omaanse effecten te kopen zoals bedoeld in artikel 6 van de Uitvoeringsbepalingen bij de Wet op de kapitaalmarkten (uitgegeven bij Ministerieel besluit nr. 4/2001).

Bovendien beoogt dit document niet het sluiten van een contract op het grondgebied van het Sultanaat Oman.

De Capital Market Authority en de Centrale Bank van Oman zijn niet verantwoordelijk voor de juistheid van de verklaringen en informatie in deze presentatie of voor de rendementen van een strategie; ook zijn zij niet aansprakelijk voor schade of verlies voortvloeiend uit het vertrouwen dat wordt gesteld in enige verklaring of informatie in dit document.

DE CENTRALE BANK VAN BAHREIN EN DE BEURS VAN BAHREIN ZIJN NIET VERANTWOORDELIJK VOOR DE JUISTHEID EN VOLLEDIGHEID VAN DE VERKLARINGEN EN INFORMATIE IN DIT DOCUMENT, EN WIJZEN UITDRUKKELIJK ELKE AANSPRAKELIJKHEID VAN DE HAND VOOR ELKE SCHADE DIE VOORTVLOEIT UIT HET VERTROUWEN DAT WORDT GESTELD IN (EEN DEEL VAN) DE INHOUD VAN DIT DOCUMENT.

In het verleden behaalde rendementen zijn geen garantie voor toekomstige resultaten. Er is geen zekerheid dat het beleggingsproces tot een succesvolle belegging leidt.

De opvattingen zijn die van de auteurs, en kunnen te allen tijde veranderen onder invloed van veranderingen in de markt of de economische situatie. De commentaren mogen niet worden opgevat als een aanbeveling voor afzonderlijke beleggingen of marktsectoren, maar zijn bedoeld als toelichting op meer algemene thema's.

Verklaringen die prognoses of verwachtingen omtrent toekomstige financiële of economische resultaten van een strategie of van markten in het algemeen inhouden, en verklaringen over plannen en doelen voor toekomstige activiteiten van strategieën van Janus, zijn vooruitblikkende verklaringen. Feitelijke resultaten of gebeurtenissen kunnen aanzienlijk afwijken van de voorspelde, geraamde, aangenomen of verwachte resultaten of gebeurtenissen in zo'n vooruitblikkende verklaring. Tot de belangrijke factoren die tot dergelijke afwijkingen kunnen leiden, behoren naast de andere factoren die kenmerkend zijn voor vooruitblikkende verklaringen, algemene economische omstandigheden zoals inflatie, recessie en rentetarieven.

Zonder uitdrukkelijke schriftelijke toestemming mag dit materiaal noch geheel noch gedeeltelijk in enige vorm worden gereproduceerd of aangehaald in een andere publicatie. Vragen kunnen per e-mail worden gestuurd naar: mediarequests@csg-pr.com. Janus is een geregistreerd handelsmerk van Janus Capital International Limited. © Janus Capital International Limited.

ALLEEN VOOR GEBRUIK DOOR INSTITUTIONELE BELEGERS, BEVOEGDE PERSONEN EN DISTRIBUTEURS. NIET VOOR OPENBARE INZAGE OF VERSPREIDING AS-0114(43-T)0115 EM Inst