

De schijnveiligheid van staatsobligaties

Veilige haven of gevaarlijke luchtbel?

Worstelt u beroepsmatig met een beleggingskwes-
tie? Vraag het Dr. Hoe via drhoe@iex.nl

door: Dr. Hoe

Geachte Dokter, Staatsobligaties zijn het enige onderdeel van mijn portefeuille wat vorig jaar overeind is gebleven. De laatste weken hoor ik steeds meer verhalen over een luchtbel in staatsobligaties. Wat moet ik me daarbij voorstellen? En is er een andere veilige haven die eventueel een alternatief is voor staatsobligaties?

De dokter antwoordt

Om met dat laatste te beginnen: geld verstoppert in een oude sok of onder het matras was achteraf gezien een prima beleggingskeuze geweest voor het rampjaar 2008. En hoewel er in theorie meer dan genoeg alternatieven zijn voor staatsobligaties, bleken die vorig jaar stuk voor stuk minder veilig dan dat ze op het eerste gezicht leken. Spaarders wisten niet meer waar ze het moesten zoeken in een landschap dat bepaald werd door imploderende banken en zelfs traditioneel veilige geldmarktfondsen kwamen in de vuurlinie terecht. Het faillissement van Lehman Brothers in september van vorig jaar heeft verschillende partijen hard geraakt, wat rendementen opleverde van -20% en slechter. Dat komt hard aan bij beleggers die dachten dat ze hun geld stopten in een fonds dat als doel had om met weinig risico een rendement te boeken dat iets hoger ligt dan de geldmarktrente. Staatsobligaties zijn tot nu toe de enige schuilhaven in het financiële geweld. Dankzij de renteverlagingen in de Verenigde Staten en Europa en een enorme instroom lieten sommige (langlopende) leningen een totaalrendement zien van 15% of meer. In de Verenigde Staten is het reële rendement van een staatsobligatie met een looptijd van tien jaar zelfs negatief geworden (zie het kader: Schraal rendement).

Luchtbel

Een rendement dat veel hoger ligt dan dat van andere beleggingscategorieën en een flinke geldinstroom zijn eveneens aanwijzingen voor een luchtbel. Andere elementen zoals een op hol geslagen fantasie over de fantastische vooruitzichten voor de

sector ontbreken echter. Bovendien worden staatsobligaties aan het eind van de looptijd afgelost tegen de nominale waarde, terwijl beleggers in bijvoorbeeld internetaandelen eind jaren negentig maar wat graag hun oorspronkelijke inleg hadden teruggezien. Van een traditionele luchtbel kan dus geen sprake zijn. Op basis van traditionele vergelijkingen bestaat er weinig twijfel dat staatsobligaties overgewaardeerd zijn. Het is opvallend hoeveel experts de laatste tijd het rendement op deze leningen afzetten tegen het dividendrendement op aandelen. In Italië staat tegenover een rentevergoeding van 4,3% bijvoorbeeld een dividendrendement van 9% en in Hongkong komen dit op respectievelijk 1,3% en 5%. Wereldwijd lijken aandelen uit rendementsoogpunt een veel lucratievere keuze dan staatsobligaties. De clou zit natuurlijk in het woord 'lijken', aangezien het onvermijdelijk is dat veel bedrijven hun dividendrendement gaan verlagen of helemaal schrappen (zie bladzijde XX). Toch is dit een duidelijk signaal dat andere beleggingsklassen in de ogen van strategen aantrekkelijker worden ten opzichte van staatsobligaties. Maar zonder wereldschokkende gebeurtenis mag dat geen aanleiding zijn om de posities in deze leningen op korte termijn snel af te bouwen. Er zijn uiteraard wel verschillende scenario's te bedenken waarin de koersen opeens sterk onder druk komen te staan.

Einde van de euro

De macro-economen van enkele zakenbanken filosoferen bijvoorbeeld al voorzichtig over wat er met de euro gaat gebeuren nu sommige Europese landen veel harder geraakt worden door de recessie dan andere. Het kan dan verleidelijk worden om terug te grijpen naar de eigen munt, waardoor ruimte omstaat voor een eigen monetair beleid en een verlaging van de rente. Het is Dr. Hoe echter niet gelukt om een econoom te vinden die durft te voorspellen dat een of meer van de Zuid-Europese landen uit de euro stapen. Opvallend is wel hoe vaak de opmerking wordt gemaakt dat er één land is dat zelfs al in de grondwet een



exit-plan voor de euro heeft opgenomen. Dat ene land is Duitsland. De theorie is dat het enthousiasme om zwakkere lidstaten te ondersteunen gestaag wegeeft en dat het land er uiteindelijk voor kiest om op eigen kracht verder te gaan. Voorlopig is dit totaal niet aan de orde en levert het vooral leuke discussie op aan de borreltafel, evenals de enorme stijging van het risico dat een lid van de Europese Unie failliet gaat. De kosten om een Ierse staatsobligatie te verzekeren tegen een default zijn in 2008 met 58% toegenomen, wat net iets meer is dan de 53% voor België, 52% voor Spanje en 51% voor Portugal. Per saldo zijn deze verzekeringskosten nog te verwaarlozen (het kost 121,60 euro om 10.000 euro Belgische staatsschuld voor een periode van vijf jaar te verzekeren), maar de snelle toename van deze kosten geeft wel aan dat er een klein barstje zit in de vermeende veiligheid van staatsobligaties.

Risicohonger

Een lagere risicoaversie is realistisch gezien de grootste bedreiging voor staatsobliga-

ties. Een hoge volatiliteit op de internationale beurzen en de dreiging van een faillissementsgolf in de tweede helft van dit jaar zijn voldoende om veel beleggers voorlopig weg te houden uit aandelen en bedrijfsobligaties. Periodes van risicoaversie en risicohonger wisselen elkaar met de regelmaat van de klok af in de financiële wereld (zie het kader: Net zo bang als in 2002) en het lijkt onvermijdelijk dat iedereen zich over een paar jaar afvraagt waarom niet wat meer risico werd genomen in 2009. Zodra beleggers bereid zijn om agressiever positie te kiezen op zoek naar een hoger

rendement, gaat dat hoogstwaarschijnlijk ten koste van de (over)weging in staatsobligaties. Daar komt bij dat het zich nu al laat uittekenen dat de huidige lage renteniveaus op langere termijn weer gaan oplopen. In de Verenigde Staten komt de officiële rentestand op 0,3%. In Europa is dat met 2,5% aanzienlijk meer, maar een nieuwe renteverlaging van een 0,5% wordt al weerspiegeld in de huidige obligatiekoersen. Met name langlopende staatsobligaties zijn riskant als het financiële klimaat enigszins normaliseert. De huidige rentevergoeding is in veel gevallen zo laag dat het reële

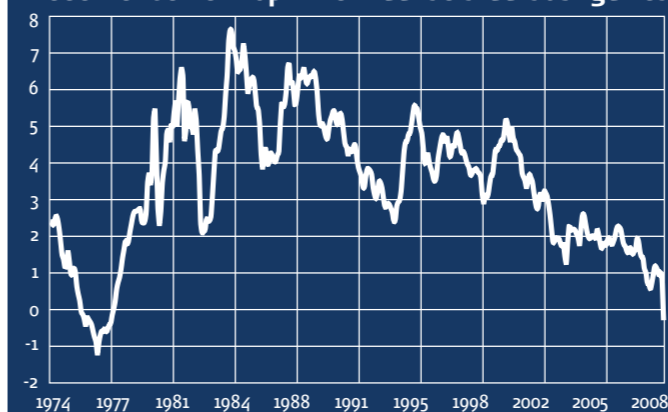
rendement negatief wordt zodra inflatie weer de kop opsteekt. Leningen die in 2008 nog een prachtige belegging waren, zijn dan opeens de grote verliezers. Als u per se op zoek bent naar een veilige haven, zijn kortlopende staatsobligaties dan ook afgetekend favoriet. Bovendien is het zaak om de volatiliteit op de aandelenmarkten, de Credit Suisse Risk Appetite Index en andere risicometende indicatoren goed in de gaten te blijven houden. Zodra de extreme angst verdwijnt, is dat een duidelijke aanwijzing voor het einde van de gouden tijd voor staatsobligaties.

01/09

SCHRAAL RENDEMENT

Het reële rendement (couponrendement gecorrigeerd voor verwachte inflatie) van staatsobligaties is momenteel bepaald niet om van te watertanden. In de Verenigde Staten komt dit zelfs in de min uit, wat aangeeft dat het rendement achterblijft bij de verwachte inflatie. Op korte termijn is dat geen vreemde situatie, aangezien deflatieangst als gevolg van snel gedaalde grondstofprijzen de boventoon voert. In de tweede helft van de jaren zeventig kwam het reële rendement van Amerikaanse staatsobligaties ook al eens in de rode cijfers terecht. Dat was een tijdelijk effect en het is nu waarschijnlijk ook eerder een kwestie van maanden dan van jaren voordat het reële rendement weer positief is. In Europa krijgen de houders van staatsobligaties ten minste nog een netto vergoeding van 1% en Japanners zijn het beste af met bijna 2,5%.

Reëel rendement op Amerikaanse staatsobligaties

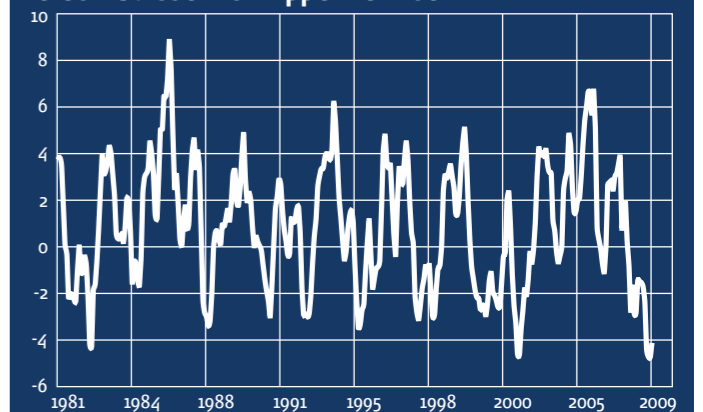


Bron: JPMorgan Asset Management

NET ZO BANG ALS IN 2002

De angst zit er goed in binnen de financiële wereld. Credit Suisse verzamelt de voor risico gecorrigeerde rendementen van 64 verschillende markten (zowel aandelen als vastrentend) en voert vervolgens een correctie door voor de volatiliteit over de voorgaande twaalf maanden. Deze index staat nu op een niveau dat in de afgelopen dertig jaar slechts twee keer werd aangeraakt: in de zomer van 1982 en in de herfst van 2002. Een extreem hoge risicoaversie was in het verleden vaak een teken dat de bodem bereikt was, maar dat moet vooral niet verward worden met het startpunt voor een nieuwe opleving. Het duurde vaak nog een jaar voordat beleggers in de praktijk bereid waren om agressiever positie te kiezen, wat zich vertaalde in hogere beurskoersen – en een eind aan de populariteit van veilige havens zoals staatsobligaties.

Credit Suisse Risk Appetite Index



Bron: Credit Suisse