



"Being good in business is the most fascinating kind of art."
Andy Warhol

Lage groei en lage rente

september 2012

In lijn met de filosofie van Abraham Ortelius (1527-1598) maken wij vandaag de dag inzichtelijk wat de kenmerken van de verschillende asset-classes zijn. Hierbij staan de feiten centraal en laten wij achterhaalde modellen bij voorkeur links liggen. Ook zijn wij kritisch als het gaat om de haalbaarheid van projecties en hebben wij oog voor zaken die er echt toe doen. Voor elke economische cyclus wordt dan ook een begrijpelijke analyse gemaakt. Nu we te maken hebben met een aanhoudende laagconjunctuur is het cruciaal dat uw vermogen in balans is. Zoals ook Klaas Knot (DNB) deze week heeft herhaald; de rente blijft voorlopig laag evenals het rendement op de meeste beleggingen. Dat de rente ooit weer zal stijgen is vrijwel zeker maar erop gokken dat dit op korte termijn zal gebeuren is een illusie. Juist daarom kiezen steeds meer beleggers voor een liquide asset class waar een vooraf bekende cashflow en eindwaarde centraal staan.



Hoge rating & lage rente; een gevaarlijke combinatie

De belangstelling voor (bedrijfs)obligaties neemt ook in Nederland toe. Maar er zijn nog altijd beleggers die niet goed begrijpen welke factoren het rendement bepalen en wat de risico's zijn. En als we de proposities van de diverse financiële instellingen beoordelen wordt helaas nog te vaak de suggestie gewekt dat, ondanks de lage rente, er voldoende aanleiding is om in "veilige" obligaties (middels fondsen) te beleggen. Maar wie zich realiseert dat een 5-jaars staatslening van Nederland (AAA-rating) thans 0,85% rente per jaar betaalt, weet dat de netto performance na (hoge) kosten en belastingen, voorlopig weinig florissant zal zijn. Dit geldt ook voor de 5-jarige obligaties van Shell (AA-rating) en Unilever (A-rating) die gemiddeld een yield to maturity hebben van slechts 1,2%. Een hoge rating suggereert doorgaans zekerheid maar biedt netto nauwelijks compensatie voor de risico's. Er is immers geen marge om eventuele tegenvallers op te vangen, denk hierbij aan een lagere rating en/of een plotseling stijgende rente. En wie bedenkt dat ratings doorgaans betaalde meningen (!) zijn van Amerikaanse kredietbeoordelaars, weet dat het verstandig is om juist nu rationeel te beleggen.

Rationeel beleggen met obligaties

Zoals blijkt uit onze recente publicaties rond de obligaties van Spaanse en Italiaanse multinationals, werpt een rationele beleggingsstrategie zijn vruchten af. Zo zijn als gevolg van de verwachte rentedaling in Spanje en Italië, de koersen van investment grade obligaties zoals Gas Natural, Telefonica en Finmeccanica de laatste dagen gemiddeld 3-5% gestegen. Effectief beleggen is dus niet zo moeilijk als het lijkt, zolang u de ratio maar centraal stelt en anticipeert op de juiste signalen. Het is dus zinvol om tijdig de accenten te verleggen naar bedrijven, sectoren of regio's waar de risk/reward ratios aantrekkelijk zijn. Zo zien wij momenteel weer kansen met de AA obligaties (covered bonds) van het Spaanse Bankia. Deze onlangs generationaliseerde bank heeft een balanstotaal van € 300 miljard (ABN AMRO; € 400 miljard) maar heeft operationeel een betere marge dan ABN AMRO. Nu bekend is dat ook Spanje eindelijk een "bad bank" creëert, zijn de covered bonds (extra zekerheid) van Bankia zeer attractief. Zo biedt een 4,25% Bankia per 2016 (koers 84%) een yield to maturity van 9% per jaar. Dichter bij huis biedt de 1,361% KBC per 2015, bij een koers van 84%, een yield to maturity van 7% per jaar. Zolang de centrale banken de rente laag houden zijn er nog voldoende kansen met ondergewaardeerde bedrijfsobligaties.