

Beleggen in vastrentende waarden

Oude wetten en nieuwe wegen

DRS. W. DIJKEMA — DRS. N. W. VEER*

De laatste tien jaar is het beleggen in vastrentende waarden, met name obligaties, zeer sterk van karakter veranderd. Vóór 1970 waren er vanwege de stabiele valuta- en renteverhoudingen nauwelijks koerswinsten te behalen en waren ook de risico's van koersverliezen beperkt; nadien kunnen obligatierendementen substantieel toe- of afnemen als gevolg van sterke fluctuaties in renteniveaus en/of valutakoersen. Daarnaast zijn er de laatste jaren veel nieuwe beleggingsinstrumenten op de markt voor vastrentende beleggingen verschenen. Dit alles maakt het voor de individuele belegger zeer moeilijk een goede beleggingsportefeuille samen te stellen, c.q. te beheren. In dit artikel passeren de verschillende elementen die van belang zijn voor een strategisch beleid met betrekking tot de obligatieportefeuille, de revue.

Inleiding

Indien deze „special” over beleggen niet in oktober 1983 maar in oktober 1973 zou zijn verschenen, dan zou er zeker geen separaat artikel zijn gewijd aan het beleggen in obligaties. Sedert ongeveer 10 jaar is deze activiteit namelijk zeer sterk in karakter gewijzigd, van een nogal passieve bezigheid naar een actief beheer van een obligatieportefeuille. Tot het begin van de jaren zeventig werd ook wel in obligaties belegd, maar meestal door de obligaties bij de uitgifte ervan te kopen, periodiek de rente te incasseren en te wachten op de aflossing. Momenteel zien wij dat obligatieportefeuilles, althans de beleggingsfondsen in obligaties, actief worden beheerd. Er vinden frequente aan- en verkopen plaats, de hoeveelheid liquide middelen die wordt aangehouden, wisselt sterk in de loop der tijd, de gemiddelde looptijd van de portefeuille is aan veranderingen onderhevig en er wordt overgestapt van de ene naar de andere valuta.

In dit artikel wordt een poging gedaan de achtergronden van deze fundamentele wijziging te schetsen. De opzet van het artikel is als volgt. Begonnen wordt met een uiteenzetting over de essentiële verschillen tussen het beleggen in aandelen enerzijds en in obligaties anderzijds. Vervolgens zullen aan de orde komen die elementen die van belang zijn bij het uitstippelen van een strategisch beleid voor een hedendaagse obligatieportefeuille, zoals de invloed van bestaande renteverhoudingen, verwachte renteontwikkelingen en valutakoersschommelingen. Wat betreft toekomstige ontwikkelingen van renteniveaus en valutakoersen zal ook aandacht worden besteed aan de wijzen waarop deze schommelingen het totale rendement op de obligaties kunnen verhogen, respectievelijk hoe negatieve effecten kunnen worden voorkomen. Ten slotte willen wij, aan de hand van de beschrijving van een aantal in het verleden uitgevoerde acties, aangeven dat het mogelijk is door middel van het actief beheren het rendement op een internationale obligatieportefeuille op een zodanig niveau te brengen dat wordt voldaan aan b.v. een minimum-eis van koopkrachthandhaving.

Verschillen tussen aandelen- en obligatiebeleggingen

Het streven van iedere belegger is er op gericht het totale rendement van zijn belegging zo groot mogelijk te doen zijn, waarbij uiteraard een afweging moet worden gemaakt tussen de hoogte van het verwachte rendement en de omvang en de aard van de risico's die er aan zijn verbonden. In hoeverre deze risico's aanvaardbaar zijn is een zaak waarover individuele beleggers en beleggingsinstellingen

zich moeten uitspreken; subjectievere overwegingen, zoals de mate van risico-aversie, spelen hierbij een grote rol.

Nu is het aantal beleggingsinstrumenten dat ons ter beschikking staat zeer groot. We kunnen bij voorbeeld denken aan onroerend goed, edele metalen, postzegelverzamelingen en kunst, met ieder zeer eigen specifieke risico-aspecten. In het onderhavige kader willen wij aandacht besteden aan de financiële beleggingsinstrumenten, met name obligaties, en beginnen met het trekken van een vergelijking tussen aandelen- en obligatiebeleggingen.

Het is mogelijk om naar aandelen en obligaties te kijken vanuit de financieringsfunctie die beide hebben. Vanuit die optiek moet worden geconstateerd dat aandelen, zijnde een onderdeel van het eigen vermogen, grotere risico's in zich dragen dan obligaties, welke immers het karakter hebben van vreemd vermogen. Aan dit onderscheid zullen wij hier verder geen aandacht besteden.

Vanuit de optiek van de belegger daarentegen is het van belang te letten op de wijze waarop het rendement op obligaties tot stand komt, in vergelijking met dat op aandelen. Alvorens tot zulk een vergelijking te kunnen overgaan dient men zich te realiseren dat het totale rendement op een financiële belegging bestaat uit twee componenten:

- het al dan niet periodieke inkomen dat het waardepapier, c.q. de andere beleggingsvorm genereert gedurende de tijd dat het in het bezit is van de desbetreffende belegger; en
- het koersresultaat dat in totaliteit wordt behaald, d.w.z. de prijs die wordt verkregen bij verkoop, verminderd met de historische aankoopprijs en verminderd met eventuele transactiekosten. (Transactiekosten zullen in dit artikel overigens buiten beschouwing worden gelaten.)

Voor onze analyse is het noodzakelijk na te gaan welke factoren van invloed zijn op de totstandkoming van deze twee componenten van het rendement op aandelen resp. obligaties.

Het periodieke inkomen dat met aandelen kan worden behaald, het dividend, is afhankelijk van vooral de winst(ontwikkeling) van de onderneming in kwestie en de dividendpolitiek die de onderneming voert, bij voorbeeld het hanteren van zekere „pay-out ratio's”. Aangezien de winsten van ondernemingen in het algemeen niet constant zijn in de loop der tijd, zullen ook de dividenden aan

* De auteurs zijn stafmedewerker resp. directeur van Rorento.

veranderingen onderhevig zijn, tenzij het dividendbeleid is gericht op een stabiele uitkeringenstroom. In dit laatste geval zit de variabiliteit in de ingehouden winst en daarmee in de intrinsieke waarde van de uitstaande aandelen.

Hiermede zijn wij aangeland bij de koerswinsten, c.q. -verliezen die op aandelen kunnen worden gerealiseerd. De koersen van aandelen worden in grote lijnen beïnvloed door drie factoren:

- macro-economische grootheden zoals de conjunctuurcyclus;
- micro-economische grootheden, met name de verwachte winstontwikkeling bij de desbetreffende onderneming; en
- het beursklimaat, dat voornamelijk wordt gevormd door psychologisch/politieke invloeden.

Hoewel ten aanzien van de koersontwikkeling ook de factoren a. en c. van tijd tot tijd een groot gewicht in de schaal kunnen leggen, mogen wij toch wel stellen dat micro-economische factoren een zeer belangrijke rol spelen bij het tot stand komen van het totale rendement (bestaande uit dividend + koersresultaat) op aandelen.

Heel anders ligt dit bij obligaties. Het periodieke inkomen dat op een obligatie wordt gegenereerd, kan in principe op twee manieren worden vastgesteld:

- een vaste rente voor de gehele looptijd van de obligatie. De hoogte van deze rente is afhankelijk van met name de valuta waarin de obligatie is uitgedrukt en het algemene renteniveau voor die valuta op het moment van uitgifte van de obligatie. In zekere mate is de hoogte van deze rente ook nog afhankelijk van de kwaliteit van de uitgevende (eventueel garanderende) instelling. Aan dit debiteurenrisico-aspect van het beleggen in obligaties zal verder geen aandacht worden besteed;
- een variabele rente waarbij het rentepercentage met regelmatige tussenpozen wordt herzien. In het algemeen bestaat dan een vaste koppeling tussen de heersende marktrente en het rentepercentage dat telkens voor de dan komende periode zal gelden.

Het periodieke inkomen is dus in overwegende mate afhankelijk van het renteniveau bij uitgifte, resp. de rente-ontwikkeling gedurende de looptijd; beide grootheden hebben een duidelijk macro-economisch karakter. Micro-economische factoren, zoals de gang van zaken bij de debiteur/uitgevende instantie, spelen een aanzienlijk minder grote rol. Hetzelfde geldt in feite voor het koersresultaat verbonden aan obligatiebeleggingen. Uiteraard is het mogelijk dat een bepaalde debiteur niet meer aan zijn verplichtingen jegens de obligatiehouders kan voldoen, of dat de kans op een dergelijke situatie reëel aanwezig is. In die gevallen zal ook de koers van die obligaties — andere factoren buiten beschouwing gelaten — een daling (hebben) ondergaan. De risico's van koersverliezen uit dezen hoofde kunnen echter zeer beperkt worden gehouden door een zorgvuldige selectie van de debiteuren, bij voorbeeld door slechts te beleggen in obligaties van eerste klas overheden. Dat dit ten koste kan gaan van een deel van het rendement moet dan als consequentie worden aanvaard.

Van belang voor de koersen van alle obligaties, inclusief die welke zijn uitgegeven door de allerbeste debiteuren, daarentegen is de ontwikkeling van het algemene rentepeil. Het verband dat hier wordt bedoeld kent een inverse relatie: indien het rentepeil stijgt, dalen de koersen van reeds uitgegeven obligaties met een vaste rente, en omgekeerd. Hierop wordt later teruggekomen. Bij belegging in obligaties, luidende in een vreemde valuta, wordt het koersresultaat ten slotte ook nog beïnvloed door de koersontwikkeling van die valuta ten opzichte van de eigen valuta.

Uit het voorgaande moge duidelijk zijn dat het totale rendement op obligaties in het algemeen voor het overgrote deel afhankelijk is van het niveau van de rente, de toekomstige ontwikkeling van de rente en valutakoersontwikkelingen; dit zijn alle drie grootheden met een voornamelijk macro-economisch karakter.

De rente en de rentestructuur

Zoals hiervoor reeds gesteld moet de „performance” van het beleggen in obligaties worden gemeten aan de hand van het totale rendement, bestaande uit rente-inkomsten en koersresultaat. Met opzet wordt hier de term resultaat gehanteerd en wordt niet gesproken over winst aangezien koersverliezen even goed kunnen voorkomen. Koersverliezen zijn zelfs ook nog wel acceptabel zolang zij worden

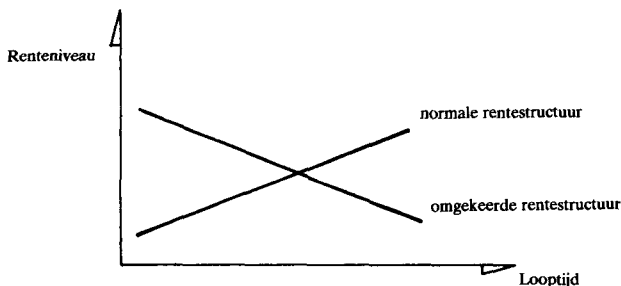
gecompenseerd door voldoende hoge rente-inkomsten.

Wat betreft de (hoogte van de) rente op obligaties moeten de volgende zaken worden onderscheiden:

- de *nominale rente*: het percentage waartegen de periodiek uit te keren rente wordt berekend (over de nominale waarde van de obligatie);
- het *effectieve rendement* („yield”): globaal gesproken is dit het nominale rentepercentage, gedeeld door de marktwaarde van de obligatie; deze waarde wordt dan uitgedrukt als percentage van de nominale waarde. Omdat de marktwaarde vrijwel altijd afwijkt van de nominale waarde geeft het effectieve rendement weer de opbrengst die wordt verkregen per geïnvesteerde geld-eenheid;
- de *reële rente*: dit is het effectieve rendement, gecorrigeerd voor de inflatie.

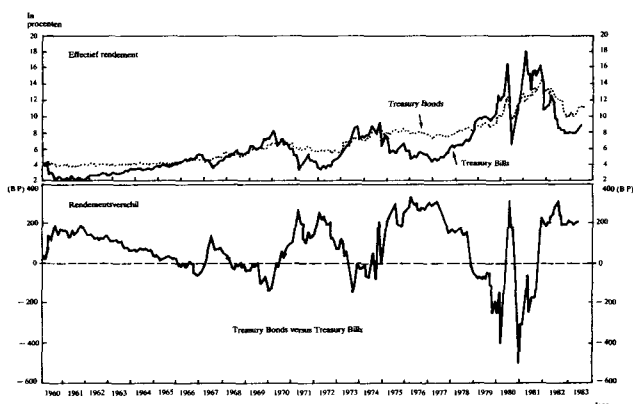
In feite is de hoogte van de nominale rente van relatief ondergeschikte betekenis en gaat het bij beleggingen in obligaties om het effectieve rendement. Nu is het niet zo dat de effectieve rendementen van alle obligaties van dezelfde debiteur en luidende in dezelfde valuta aan elkaar gelijk zijn. Verschillen in dit verband spruiten voornamelijk voort uit verschillen in looptijd. Anders gesteld: obligaties met een langere (resterende) looptijd hebben meestal niet hetzelfde effectieve rendement als obligaties met een kortere (resterende) looptijd. De term voor dit verschijnsel is rentestructuur, in het Engels „yield”-curve. In een grafiek kan de rentestructuur als volgt worden uitgedrukt (zie figuur 1).

Figuur 1. Grafische weergave van de rentestructuur



Bij een normale rentestructuur is de helling van de curve positief: de lange renteniveaus zijn hoger dan de korte rentes. Bij een omgekeerde rentestructuur zijn juist de korte renteniveaus hoger. Het is ook mogelijk om de rentestructuur weer te geven door simpelweg het verschil te nemen tussen een lange en een korte rente. In Amerika geschiedt dit onder andere door het effectieve rendement op 30-jarige Treasury-bonds te verminderen met dat op 3-maands Treasury-bills. Deze methode maakt het ook mogelijk om het verloop van de rentestructuur in de loop van de tijd weer te geven. Een normale rentestructuur wordt dan weergegeven door een positieve waarde, terwijl in geval van een negatieve waarde sprake is van een omgekeerde rentestructuur. In figuur 2 wordt de ontwikkeling van het verschil tussen de rendementen op 30-jarige Treasury-bonds en 3-maands Treasury-bills weergegeven.

Figuur 2. Rendementsverloop van Treasury Bonds met een looptijd van 30 jaar en van Treasury Bills met een looptijd van 3 maanden



Een mogelijke verklaring voor een positieve of negatieve helling van de yield-curve biedt de verwachtingentheorie. Deze theorie stelt dat de lange-termijnrente een (gewogen) gemiddelde is van de huidige korte-termijnrente en de toekomstige korte-termijnrentes die worden verwacht gedurende de looptijd van de verplichting. In getallen: indien de huidige 6-maands rente 7% is en de huidige 3-maands rente is 6% dan zou men, althans volgens deze theorie, verwachten dat de 3-maands rente stijgt tot 8% (binnen de eerste drie maanden). In dat geval immers komt het gemiddelde van de huidige en de verwachte toekomstige 3-maands rente uit op 7%, gelijk aan de huidige 6-maands rente. Een positief hellende yield-curve zou dan weergeven dat de „markt” een stijging van de rente verwacht, terwijl een negatieve helling een tendens tot rentedaling weergeeft.

Een andere verklaring die voor het verloop van de yield-curve wordt gegeven, is dat de totale markt is verdeeld in looptijdsectoren. In ieder van die sectoren zou zich dan een separaat spel van vraag en aanbod voordoen, onafhankelijk van de overige sectoren.

Een derde wel gehoorde uitleg is dat de helling van de curve wordt bepaald door een combinatie van liquiditeitsvoorkeuren en renteverwachtingen. De liquiditeitsvoorkeur houdt in dat crediteuren in het algemeen een voorkeur hebben voor kortere looptijden, hetgeen samenhangt met het debiteurenrisico, dat toeneemt naarmate de looptijd van de kredietverstrekking langer wordt. Dit betekent dat crediteuren alleen bereid zijn geld uit te lenen voor langere perioden indien daar een adequaat hogere beloning tegenover staat. Het gevolg is dat in „normale” omstandigheden de yield-curve een positieve helling zal hebben. Deze normale situatie wordt slechts gewijzigd wanneer in de markt zeer sterke ideeën leven omtrent een verwachte rentedaling.

De vorm van de yield-curve is van groot belang voor de belegger in obligaties, met name bij de keuze van de samenstelling van de portefeuille naar looptijden. Bij een positief hellende curve zal er uiteraard vanuit overwegingen betreffende het effectieve rendement voor de langere looptijden worden gekozen; bij een negatieve helling zullen de kortere looptijden een grotere belangstelling onder vinden.

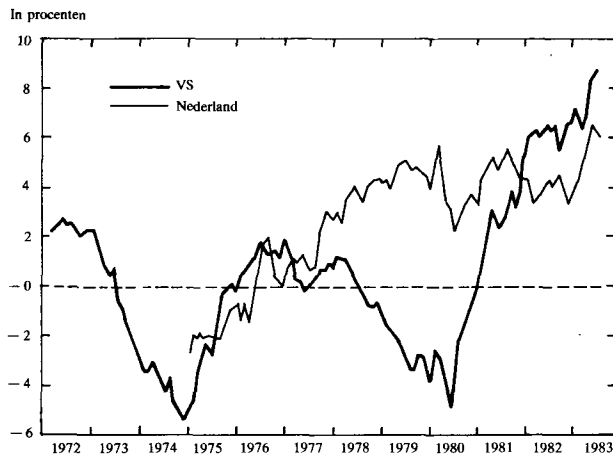
Als dit de enige overweging zou zijn, zou het allemaal vrij simpel zijn. Er is echter ook nog zoiets als koersresultaat, en de koersen van obligaties met langere looptijden zijn in het algemeen aan grotere fluctuaties onderhevig dan die van het kortere papier. Met andere woorden, ingeval van een normale rentestructuur moet het hogere rendement van de langlopende obligaties worden afgewogen tegen het risico van een groter koersverlies dat zal optreden wanneer het algemene renteniveau gaat stijgen. Op het verband tussen de renteontwikkeling en het koersresultaat op obligaties wordt verderop meer in detail teruggekomen.

Ten slotte willen wij nog aandacht besteden aan het derde rentebegrip, de reële rente, waarbij het effectieve rendement is gecorrigeerd voor de inflatie. Ruwweg geschiedt dit door het effectieve rendement als percentage op jaarbasis te verminderen met het inflatiepercentage op jaarbasis. Strikt theoretisch zou men eigenlijk moeten werken met de inflatieverwachtingen voor de komende periode aangezien immers ook het rendement betrekking heeft op een toekomstig tijdsverloop. Marktverwachtingen zijn echter moeilijk in getallen uit te drukken, zodat in de praktijk meestal historische gegevens worden gebruikt. Figuur 3 toont de ontwikkeling van de reële rentes in Nederland en de Verenigde Staten vanaf 1972,

Strategische overwegingen

Het begrip reële rente brengt ons ook op de doelstelling van het beleggen in obligaties. Uiteraard wordt ook bij beleggingen in vastrentende waarden gestreefd naar een zo hoog mogelijk rendement, onder het voorbehoud van het acceptabel zijn van de risico's. Wij zouden echter willen stellen dat de obligatiehouder moet worden gecompenseerd voor de effecten van de inflatie. Met andere woorden, koopkrachthandhaving voor de belegger lijkt een minimum-eis. Zoals blijkt uit figuur 3, is de reële rente van tijd tot tijd (sterk) negatief geweest. Het gevolg daarvan is dat het passief beleggen in obligaties, d.w.z. obligaties kopen, rente ontvangen en wachten op aflossing, niet altijd aan de doelstelling van koopkrachthandhaving heeft voldaan.

Figuur 3. Verkoop van de reële rente in de Verenigde Staten en in Nederland, 1972-1983



Bron: Datastream.

Aangezien het renteniveau en de inflatie niet door individuele beleggers kunnen worden beïnvloed, is het niet mogelijk het effectieve en het reële rendement te verhogen. Daarom zullen beleggers alternatieven zoeken om het totale rendement te verhogen en wanneer effectieve rendementen niet beïnvloedbaar zijn is de enige mogelijkheid om dit te bereiken het behalen van koerswinst, althans pogingen in die richting aan te wenden. Echter, ook in een situatie van positieve reële rentes behoeft niet zonder meer aan de doelstelling van koopkrachthandhaving te worden voldaan. Wanneer koersverliezen worden geleden komt namelijk het totale rendement onder het effectieve rendement te liggen en het overallresultaat kan dan zeer wel komen op een niveau dat onvoldoende is om de koopkracht van de initiële belegging te handhaven.

Dit brengt ons op de invloeden die rentebewegingen hebben op de koersen van obligaties.

Rente-ontwikkelingen en koersresultaten

Als gevolg van de arbitrage die er op de kapitaalmarkten plaatsvindt, zullen de effectieve rendementen van obligaties van min of meer gelijkwaardige debiteuren met vergelijkbare looptijden, de neiging hebben op een zelfde niveau te komen. Daardoor zullen de koersen van reeds uitgegeven obligaties dalen ingeval het algemene rentepeil stijgt, en omgekeerd. De invloed die uitgaat van renteveranderingen op obligatiekoersen is sterker naarmate de looptijden van de obligaties langer zijn. Een rentedaling van 10% naar 8% doet de koersen van 1-jarige obligaties stijgen met minder dan 2%, terwijl dit bij een eeuwigdurende obligatie 25% is.

De consequentie van het bovenstaande is dat de obligatiebelegger niet kan volstaan met het analyseren van bestaande effectieve rendementen en rentestructuren, maar zich ook nadrukkelijk moet bezighouden met het inschatten van toekomstige renteontwikkelingen. De combinatie van een gegeven rentestructuur enerzijds en een visie omtrent de ontwikkeling van het rentepeil anderzijds levert de volgende matrix op:

| | | Rente-ontwikkeling | |
|----------------|-----------|--------------------|----------|
| | | neerwaarts | opwaarts |
| Rentestructuur | normaal | 1 | 2 |
| | omgekeerd | 3 | 4 |

Ad 1. In een situatie van een normale rentestructuur en een verwachte rentedaling zal men zowel uit rendements- als uit koersoverwegingen zoveel mogelijk lang papier in portefeuille willen hebben. Het lange papier heeft dan immers een hoger effectief rendement en een grotere verwachte koerswinst.

Ad 4. Bij deze combinatie van een omgekeerde rentestructuur en een verwachte rentestijging werken rendements- en koers-

overwegingen ook in dezelfde richting, maar nu naar een verkorting van looptijden. Kortere looptijden hebben dan een hoger rendement en de te verwachten koersverliezen bij realisatie van de rentestijging zijn geringer dan bij de langere looptijden. Deze verkorting van looptijden kan zelfs zover gaan dat — althans een deel van — de portefeuille liquide wordt gemaakt en de revenuen uit de verkopen bij voorbeeld op kortlopende bankdeposito's worden geplaatst. Door deze actie worden koersverliezen, voortvloeiende uit de stijging van de rente, zelfs geheel voorkomen. De mate waarin de portefeuille wordt geliquideerd is afhankelijk van de mate waarin de belegger overtuigd is van de zekerheid dat de toekomstige rentestijging zich zal voordoen (en speelt zich af binnen de grenzen die worden vastgesteld op grond van wettelijke, statutaire en/of beleidsmatige voorschriften).

Ad 2 en 3. Deze twee combinaties zijn wel elkaars spiegelbeeld, maar hebben met elkaar gemeen dat de rendements- en koersoverwegingen in tegengestelde richtingen wijzen. In combinatie 2 bij voorbeeld met een normale rentestructuur en een naar boven neigende rentevoet zullen rendementsoverwegingen pleiten voor langere looptijden, terwijl koersoverwegingen de kortere looptijden aanbevelen. In combinatie 3 is de situatie precies omgekeerd. In beide gevallen zal een afweging moeten worden gemaakt tussen de rendements- en de koersoverwegingen. Geanalyseerd zal moeten worden of het hogere rendement dat valt te behalen opweegt tegen de mogelijk grotere koersverliezen (of de mogelijk grotere koerswinsten tegen het lagere rendement).

Valuta-aspecten

Er is nu een combinatie van omstandigheden denkbaar waaronder, bij belegging in slechts één valuta, het effectieve rendement lager is dan de inflatie en ook het behalen van koerswinst niet mogelijk is omdat een stijging van het renteniveau wordt verwacht. Wij denken dan aan een periode van hoge en stijgende inflatieverwachtingen, waardoor ook de rente een stijgende tendens vertoont. Dergelijke scenario's hebben zich van tijd tot tijd geopenbaard in de jaren zeventig en, hoewel op dit moment de reële rentes zeer hoog zijn, is het niet uitgesloten dat in de toekomst de inflatie- en renteniveaus weer gaan stijgen, met als gevolg koersverliezen op obligaties. Zoals in het voorgaande besproken, kunnen deze koersverliezen worden beperkt, resp. voorkomen door de looptijden te verkorten, resp. meer liquide middelen aan te houden; het is echter niet

mogelijk onder die omstandigheden koerswinsten (voor zover voortvloeiend uit renteontwikkelingen) te behalen. Het is dan ook niet verwonderlijk dat juist in dergelijke perioden wordt gekeken naar internationale mogelijkheden om het totale rendement van obligatiebeleggingen te verhogen.

Vanaf de tweede helft van de jaren zestig zijn de economische ontwikkelingen in diverse landen (wij denken met name aan de belangrijkste OESO-landen) steeds sterker uit elkaar gaan lopen. Dit heeft geleid tot grote divergenties in de inflatietempi in de verschillende landen met als gevolg eveneens grote verschillen tussen de onderscheiden renteniveaus en substantiële valutakoerswijzigingen. Bovendien zien wij sedert ruim tien jaar niet slechts divergerende ontwikkelingen, maar bovendien omvangrijke schommelingen in grootheden als inflatie, rente en valutakoersen. Wanneer door middel van internationalisatie van een obligatieportefeuille op deze schommelingen wordt ingespeeld, brengt dit enerzijds extra risico's met zich maar zijn anderzijds resultaten te behalen die het totale rendement aanzienlijk kunnen verhogen.

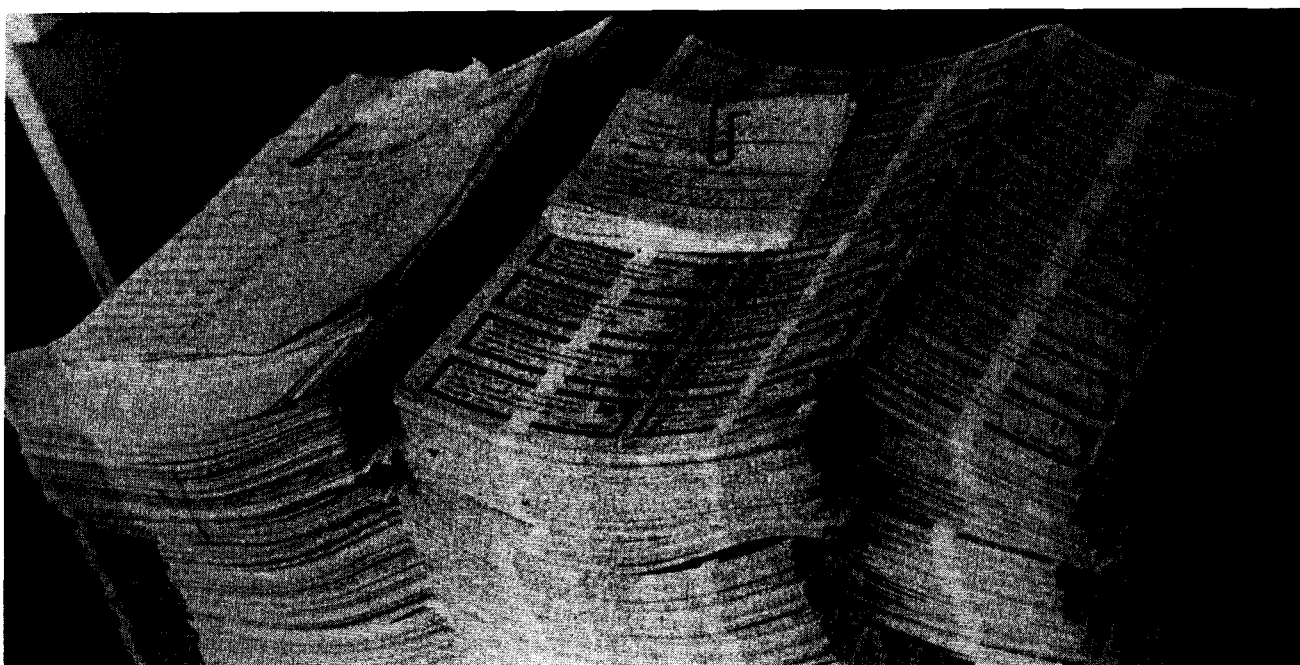
Ingeval van een obligatieportefeuille in één valuta moet de belegger, de beheerder van die portefeuille, voortdurend kiezen tussen de verschillende hem ter beschikking staande looptijden, zulks op basis van de bestaande rentestructuur en de verwachte renteontwikkelingen. Bij een internationale portefeuille moet hij zich daarnaast afvragen in welke valuta's wordt belegd en met welke looptijden. Met andere woorden, het beheren van een internationale obligatieportefeuille vereist een continue beoordeling van en afweging tussen:

- de bestaande renteverhoudingen, uitgesplitst naar valuta en looptijd;
- de toekomstige renteontwikkelingen per valuta; en
- de toekomstige valutakoersontwikkelingen.

Dit betekent in feite een verdubbeling van de reeds eerder getoonde matrix, het aantal mogelijke combinaties gaat van 4 naar 8:

| | | Rente | | | |
|--------|--------|------------------------|---------------|--------------------------|---------------|
| | | Rentestructuur normaal | | Rentestructuur omgekeerd | |
| | | niveau omhoog | niveau omlaag | niveau omhoog | niveau omlaag |
| Valuta | omhoog | 1 | 2 | 3 | 4 |
| | omlaag | 5 | 6 | 7 | 8 |

Obligaties: al lang geen „trommelpapier" meer!



Hierbij gaan wij nog voorbij aan het feit dat ook de rendementsverschillen tussen de valuta's een rol spelen in dit afwegingsproces en er daarom eigenlijk 16 combinatiemogelijkheden zijn. Bovendien moet voor iedere valuta een dergelijke matrix worden opgesteld. In de combinatie, weergegeven door cijfer 1, wijzen de valutaoverwegingen in de richting van het beleggen in de desbetreffende valuta, de rendementsoverwegingen bevelen lange looptijden aan, terwijl op grond van de verwachte renteontwikkeling juist korte looptijden resp. kas zou moeten worden aangehouden. In combinatie 6 daarentegen zou men op basis van de rentetarieven, de -structuur en de toekomstige -ontwikkeling in lange obligaties in deze valuta belegd willen zijn, maar het valuta-aspect verzet zich daar in principe tegen. De vraag is dan welke argumenten het zwaarst wegen.

Het zou te ver gaan om hier alle 8, resp. 16 combinaties van omstandigheden te bespreken. Wel willen wij aandacht besteden aan het feit dat het mogelijk is de gevolgen van een valutaontwikkeling en die van een renteontwikkeling van elkaar te scheiden.

Bijvoorbeeld in combinatie 6, waarin de neerwaarts gerichte renteontwikkeling een belegging in lange obligaties in deze valuta aantrekkelijk maakt, kunnen de negatieve gevolgen van het verwachte verloop van de valuta worden geneutraliseerd door middel van termijntransacties, verkoop van deze valuta tegen aankoop van een sterkere valuta. Als gevolg van de arbitrage zijn de verschillen tussen termijn- en contante koersen, agio's c.q. disagio's, gelijk aan de rentever verschillen die er tussen de valuta's bestaan op de eurovalutamarkten. Deze verschillen kunnen zeer aanzienlijk zijn. De additionele afweging die daarom moet worden verricht, is die tussen de omvang van de verwachte rentedaling enerzijds en de omvang van het disagio op die valuta (termijnkoers lager dan contante koers) anderzijds, alvorens het besluit te kunnen nemen om al dan niet tot afdekking van het valutarisico over te gaan.

Het zal duidelijk zijn dat ingeval van een agio (termijnkoers hoger dan contante koers) gecombineerd met een verwachte koersdaling van de valuta in ieder geval tot het afdekken van de valutapositie zal worden overgegaan. Hierbij zijn wij ervan uitgegaan dat de belegger op grond van renteoverwegingen nog steeds belangen heeft in de desbetreffende valuta. Indien ook de rentefactoren negatief worden zou de portefeuille moeten worden geliquideerd en kunnen de contante middelen die daaruit worden verkregen, worden omgezet in een andere valuta. Ten aanzien van deze laatstgenoemde valuta moet dan worden besloten of in obligaties zal worden belegd, al dan niet langlopend, of dat men liquide blijft. Bij deze beslissing spelen dan weer de rentestructuur en de verwachte rentebeweging voor die valuta een doorslaggevende rol.

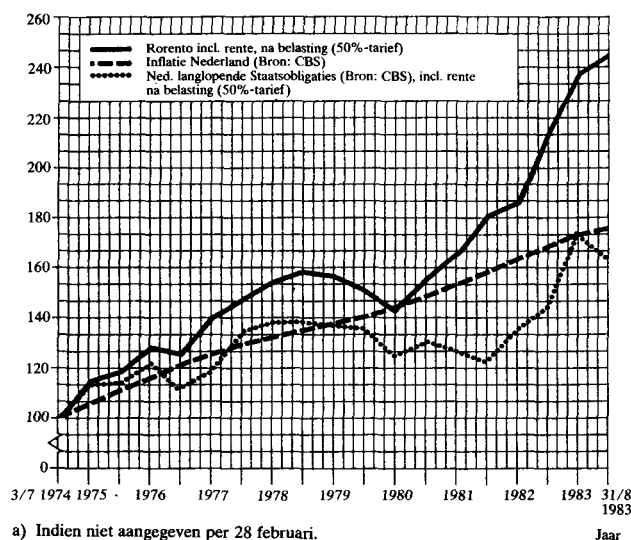
Terugkomend op termijntransacties, kunnen wij — in het kader van een actief beheer van een internationale obligatieportefeuille — drie categorieën onderscheiden:

1. *afdekoperaties*, waarbij de vreemde valuta waarin is belegd, op termijn wordt verkocht tegen de eigen valuta. Doelstelling: het voorkomen van valutakoersverliezen bij behoud van mogelijke koerswinst als gevolg van een rentedaling op die valuta;
2. het *aangaan van open „long” posities* in een valuta, waarbij de vreemde valuta op termijn wordt gekocht tegen guldens. Doelstelling: het behalen van koerswinst, afgewogen tegen het rendement op de vreemde valuta. Het rendementsverschil met de eigen valuta vertaalt zich in een agio of disagio. De achtergrond van dit soort transacties is veelal dat het de bedoeling is te zijner tijd obligaties in die valuta te kopen;
3. een *combinatie van 1 en 2*, waarbij een vreemde valuta op termijn wordt verkocht (afdekoperatie) tegen aankoop van een andere vreemde valuta (innemen van open positie).

Ook in het kader van het beheer van de liquide middelen spelen termijntransacties een belangrijke rol. Immers, via deze techniek kunnen de liquiditeiten, meestal vastliggend in deposito's, op ieder gewenst moment in een andere valuta worden omgezet.

Een beperking die aan de omvang van de termijntransacties zou kunnen resp. moeten worden gesteld, is dat het bedrag van de op termijn te verkopen valuta niet groter is dan het totaal van in die valuta aangehouden liquiditeiten en obligaties. Indien de omvang van de termijnverkoop op zeker moment wel groter zou zijn dan de activa in die valuta, zou dat in wezen op hetzelfde neerkomen als het lenen in die valuta en deze omzetten in een andere valuta en het is de vraag of een dergelijke actie voor een beleggingsfonds acceptabel is.

Figuur 4. Indices van het resultaat van een belegging in Rorento, in Nederlandse staatsobligaties en de inflatie



a) Indien niet aangegeven per 28 februari.

Op deze manier wordt namelijk een hefboomeffect gecreëerd waardoor de mogelijkheden tot koerswinst worden vergroot, maar eveneens de daarbij behorende risico's.

Consequenties voor obligatiebeleggers

In het voorgaande hebben wij een poging gedaan aan te tonen dat het beheren van een internationale obligatieportefeuille zich in sterke mate concentreert op het beoordelen van rentever verschillen en -structuren en het inschatten van toekomstige renteontwikkelingen en valutakoersbewegingen. Wanneer wordt gekeken naar de renten- en valutafactuaties over een langere periode dan is het opvallend dat de bewegingen vóór 1970 aanzienlijk minder grillig waren dan in de periode erna. Dit heeft dan ook een wezenlijk gevolg gehad voor het beleggen in obligaties.

Vanwege de stabiele valuta- en renteverhoudingen van vóór 1970 waren er in die periode nauwelijks koerswinsten te halen en waren de risico's van koersverliezen beperkt. Obligaties werden toen ook wel aangeduid als „trommelpapier”: een actief aan- en verkoopbeleid was toen niet nodig. Heel anders is dit geworden na 1970. Heden ten dage kunnen obligatierendementen substantieel verminderen als gevolg van koersverliezen die worden veroorzaakt door veranderingen in de renteniveaus en/of valutakoersen. Anderzijds is het mogelijk door een juiste samenstelling van de portefeuille koerswinsten te behalen die het overall-rendement juist verhogen.

Een andere complicerende factor is dat sinds enige jaren veel nieuwe beleggingsinstrumenten op de markt voor vastrentende beleggingen zijn verschenen, zulks ingegeven door geldvragers die zoveel mogelijk aanbieders naar de markt willen trekken. Wij denken hierbij aan „futures”, „zero-coupon bonds”, opties, e.d. Dit alles maakt het voor de individuele particuliere belegger zeer moeilijk een goede obligatieportefeuille samen te stellen, c.q. te beheren. Het is immers voor deskundigen al geen eenvoudige zaak zich een beeld te vormen van toekomstige ontwikkelingen ten aanzien van renteniveaus en valutakoersen, laat staan dat niet-specialisten daartoe in staat zouden zijn.

Het behoort daarom ook geen verwondering te wekken dat obligatiefondsen als Rorento en Alrenta juist in 1974 resp. 1978 zijn opgericht en in de afgelopen jaren zo'n sterke uitbreiding hebben ondergaan. Figuur 4 laat zien dat het beleggingsbeleid, gericht op een actief beheer van een internationaal gespreide obligatieportefeuille, koopkrachthandhaving voor de aandeelhouders kan brengen. Het resultaat van een belegging in Rorento wordt hier vergeleken met dat van een belegging in Nederlandse staatsobligaties en met de Nederlandse inflatie.

W. Dijkema
N. W. Veer