

De invloed van renteveranderingen op de performance van aandelen

Aan de hand van de correlatie tussen de performance van aandelen en obligaties wordt aangetoond, dat de negatieve invloed van renteverhogingen voor Europese aandelen momenteel nog beperkt is.

In de eerste helft van 2006 zijn de rentes op de internationale kapitaalmarkten relatief sterk opgelopen. In de Verenigde Staten steeg de rente op tienjaars overheidsobligaties van 4,4 naar 5,1 procent en de (voor het Eurogebied toonaangevende) Duitse lange rente liep op van 3,3 naar 4,1 procent.

Tijdens de FOMC-vergadering van 10 mei gaf Fed-voorzitter Bernanke (tot verrassing van de financiële markten, die uitgingen van een rentepauze) in zijn toelichting aan dat hij, na de renteverhoging met 25 basispunten tot vijf procent, verdere rentestappen niet wilde uitsluiten. De kans op een verdere renteverhoging in de Verenigde Staten bleef daarmee aanwezig en werd afhankelijk gesteld van de ontwikkeling van de Amerikaanse economie. In de weken daarna is de kans op een verdere renteverhoging per eind juni toegenomen, omdat naar de mening van de Fed de inflatie in de Verenigde Staten, onder invloed van energieprijzen, tot 'een ongewenst niveau' is opgelopen.

De toegenomen inflatievrees (FD, 2006) heeft in de periode na 10 mei een negatieve aandelenperformance tot gevolg gehad, onder andere omdat deze impliceert dat het beleid van renteverhogingen voorlopig zal worden voortgezet. Geheel volgens verwachting heeft de Fed per eind juni de rente verhoogd tot 5,25 procent. Recent is de verwachte groeivertraging in de Verenigde Staten steeds meer zichtbaar geworden, waarbij vooral de indicatoren voor de huizenmarkt een zwakke ontwikkeling lieten zien. Op grond hiervan heeft de Fed op 8 augustus besloten de rente onveranderd te houden, maar uit de toelichting is af te leiden dat tegenvallende inflatiecijfers er nog steeds toe kunnen leiden dat de rentepauze van korte duur kan zijn.

Terwijl het erop lijkt dat de Fed hiermee het einde van de rentecyclus heeft bereikt, staan de ECB en de Bank of Japan aan de vooravond van een periode van renteverhogingen, ofschoon de economische vooruitzichten voor 2007 voor Europa en Japan voornog geen aanleiding geven tot een verregaande verkrapping van het monetair beleid.

Voor Europa (en Japan) is een scenario van een oplopende lange rente voor de komende tijd daarom nog steeds actueel, maar het neerwaartse risico voor een obligatiebelegging is gering vanwege de samenhang

met de Amerikaanse rente die over het hoogtepunt lijkt te zijn. In juli en augustus is de tienjaars rente in de Verenigde Staten en Europa licht gedaald. Onder de huidige macro-economische omstandigheden is het momenteel nog steeds interessant om nader in te gaan op de gevolgen van een oplopende rente voor de performance van aandelen.

In dit artikel zullen wij de relatieve performance tussen aandelen en obligaties analyseren aan de hand van de 'Equity-Bond correlation' op twaalfmaands voortschrijdende basis (zie tekstkader).

De 'Equity-Bond correlation' als indicator voor de assetallocatie

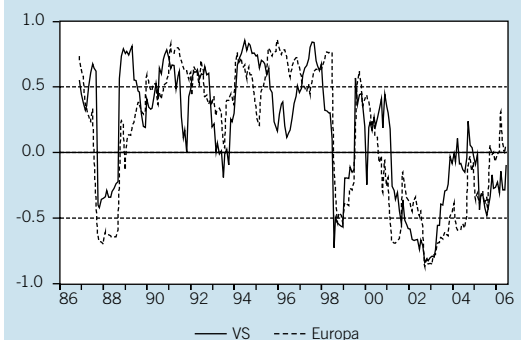
Op grond van het Dividend Discount Model (DDM) bestaat er een negatief verband tussen de performance van aandelen en veranderingen in de lange rente. Regressieanalyses bevestigen, zowel voor de Verenigde Staten als Europa, dat een stijging van de rente op langere termijn een negatieve invloed uitoefent op de aandelenperformance. Tussen rente en obligatiereturns is er eveneens sprake van een negatief verband. Daarom impliceert een (licht)

Equity-Bond correlation

Een positieve correlatie tussen aandelen- en obligatiereturns betekent, vanwege de inverse relatie tussen rente en obligatiekoersen, dat er een negatief verband bestaat tussen aandelenreturns en lange rente. Een hogere rente oefent in een dergelijke situatie een nadelige invloed uit op de performance van aandelen en omgekeerd is een scenario van dalende rente gunstig voor aandelenbeleggingen.

figuur 1

Equity-Bond Correlation
(12-mnnds voortschrijdend)



Bron: Bloomberg, MSCI, J.P. Morgan

KOOS 'T HART

De auteur is werkzaam als portfolio strategist bij Cordares Vermogensbeheer te Amsterdam

negatieve samenhang tussen aandelenperformance en renteveranderingen een positief verband tussen aandelen- en obligatiereturns. Op grond hiervan is een positieve 'Equity-Bond correlation' op langere termijn gezien waarschijnlijk.

Terwijl er een negatief verband bestaat tussen renteveranderingen en aandelenperformance, wordt de koersontwikkeling van aandelen gunstig beïnvloed door winstverwachtingen in perioden van een opgaande conjunctuur. Omdat centrale banken in deze fase geleidelijk overgaan tot het voeren van een krasser monetair beleid, gaat een oplopende rente samen met een positieve aandelenperformance. Met andere woorden: de positieve bijdrage van de winsten op de performance van aandelen is in een opgaande conjunctuur groter dan de negatieve bijdrage van de (hogere) rente. Het hangt af van de fase waarin de conjunctuur zich bevindt, of het negatieve rente-effect op de aandelenperformance wordt goedgemaakt door het positieve effect van de groeivoorzichten. Uit Figuur 1 kunnen we afleiden dat er in 1988 en 1998 gedurende korte tijd sprake was van een positief verband tussen renteveranderingen en aandelenperformance, zowel in de Verenigde Staten als in Europa. Vanaf 2000 zien we dat gedurende een langere periode een rentedaling samengaat met dalende aandelenkoersen.

Figuren 2 en 3 laten zien dat er zowel in de Verenigde Staten als in Europa een positief verband bestaat tussen de 'Equity-Bond correlation' en het niveau van de lange rente (Taylor, 2006). Tot een renteniveau van ongeveer 5 à 5,5 procent is er sprake van een negatieve correlatie tussen aandelen- en obligatiereturns (dus: een positief verband tussen rente en aandelenperformance). Vanaf dit 'kritische' renteniveau is er overwegend sprake van een positieve correlatie tussen aandelen- en obligatiereturns en onder die omstandigheden oefent een rentestijging een nadelige invloed uit op de aandelenperformance.

Voor de Verenigde Staten valt het op dat er gedurende een aantal maanden sprake is van een negatieve correlatie tussen aandelen- en obligatiereturns bij een rente tussen acht en negen procent. Dit hangt samen met de invloed van de oktobercrisis van 1987, als gevolg waarvan de correlatie tussen aandelen- en obligatieperformance negatief werd door een (tijdelijke) vlucht uit risicovolle beleggingen naar overheidsobligaties. Het lijkt erop dat perioden van een negatieve 'Equity-Bond correlation' gekenmerkt worden door een grotere economische onzekerheid en een toenemende risicoaversie, waarin beleggers een voorkeur hebben voor minder risicovolle overheidsobligaties boven aandelen.

Conclusie

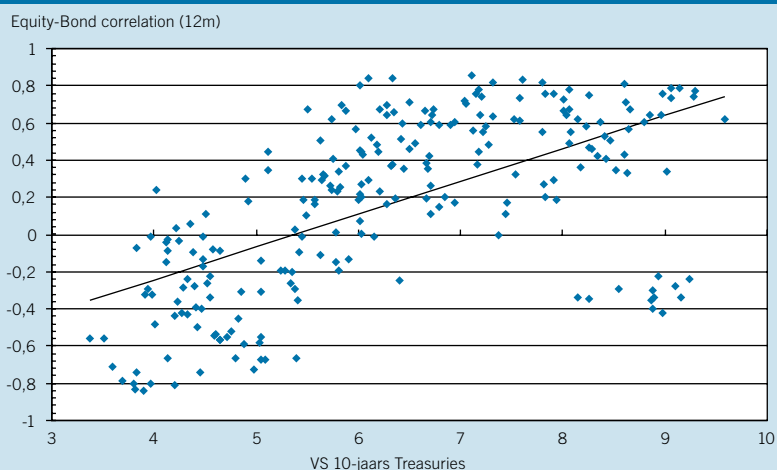
Bij een huidige rente in de Verenigde Staten van ongeveer vijf procent is de kans toegenomen dat een oplopende rente een negatieve invloed uitoefent op de performance van aandelen. Het verschil tussen de actuele tienjaars rente in de Verenigde Staten en de berekende 'kritische' rente is door de rentestijging in het afgelopen jaar aanzienlijk teruggelopen.

Samenhangend met de voor 2007 verwachte groeivertraging in de Verenigde Staten zal de opwaartse druk op de rente kunnen verminderen. Wanneer in de komende tijd de inflatieontwikkeling echter blijkt tegen te vallen, zal dit nadelig uitwerken op rente en een verdere druk op de aandelenkoersen tot gevolg hebben. De kans dat de Europese aandelenkoersen (sterk) onder druk komen door een oplopende rente, is vooralsnog beperkt. De verwachting dat de bbp-groei in het Eurogebied dit jaar tussen twee en 2,5 procent zal uitkomen, oefent weliswaar een opwaartse druk uit op de rente. Daarentegen geeft het verschil tussen de huidige tienjaars rente (3,9 procent per eind juli) en het 'kritische' renteniveau van 5,3 procent aan dat er in Europa nog ruimte aanwezig is voor een rentestijging, die geen reële bedreiging vormt voor de performance van aandelen. Mede gezien de voor 2007 verwachte groeivertraging in het Eurogebied (er wordt algemeen vanuit gegaan, dat de groei volgend jaar zal afnemen tot iets beneden twee procent) is de kans op een relatief sterke rentestijging in Europa gering. Europese aandelen blijven daarom aantrekkelijk.

Samenvattend stellen wij vast, dat vooral in perioden waarin de lange rente zich rond het berekende 'kritische' niveau beweegt, de 'Equity-Bond correlation' een belang indicator is, waarmee bij de tactische besluitvorming over de allocatie tussen aandelen en obligaties rekening moet worden gehouden.

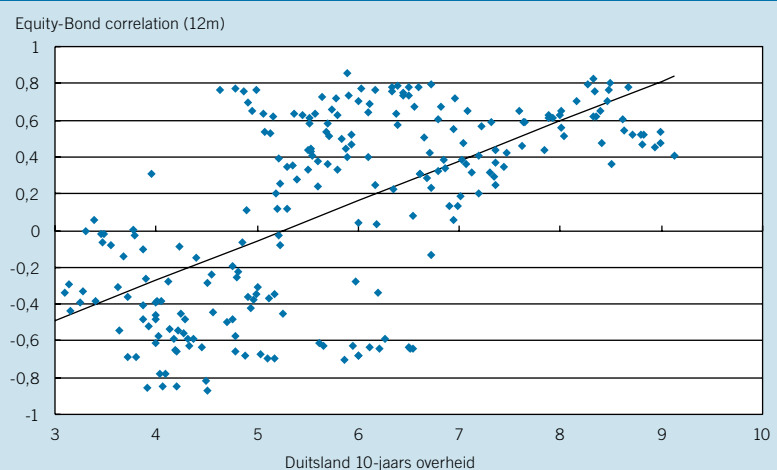
figuur 2

VS: Equity-Bond correlation en lange rente



figuur 3

Europa: Equity-Bond correlation en 10-jaars Duitsland



LITERATUUR

FD (2006) Inflatiegevaar. *Het Financieel Dagblad*, 16 mei.
Taylor, G. (2006) *Bonds vs. Equities: Case study analysis*. Portfolio Strategy: Strategy matters, 5 mei. Londen: Goldman Sachs.