

Risicopremie geen weerspiegeling van werkelijk risico

Onder invloed van de toegenomen correlaties op financiële markten hebben de daling van de Chinese beurs en de crisis op de Amerikaanse hypotheekmarkt eind februari niet alleen geleid tot scherpe koersdalingen op de mondiale aandelenmarkten, maar op alle markten voor beleggingen met een hoog risico. Deze recente ontwikkelingen tonen aan dat de gedaalde risicopremies het feitelijke neerwaartse risico onderschatten.

Door de Britse Financial Services Authority (FSA) werd er in de Financial Risk Outlook voor 2007 (FSA, 2007) op gewezen, dat het spreiden van beleggingsrisico steeds lastiger wordt, omdat de opbrengsten van de verschillende beleggingen zich thans veel meer in dezelfde richting bewegen. Daardoor zijn de gevolgen van een (externe) schok voor de waarde van beleggingsportefeuilles aanzienlijk ernstiger dan in perioden van lagere onderlinge correlaties. In het verleden bleken de correlaties op financiële markten op te lopen in tijden van toenemende onzekerheid (samenhangend met een groeivertraging of een vrees voor recessie), die zich manifesteert in een (forse) gelijktijdige koersval op de financiële markten. Door de FSA wordt de toegenomen correlatie in de jaren na 2003 toegeschreven aan de sterke groei van de beschikbare liquiditeiten en aan de invloed van de globalisering. De hogere correlaties tussen financiële activa in de afgelopen drie jaar, waarop de FSA zich richt, gaan samen met een lage volatiliteit van groei en inflatie en waarbij er geen sprake was van een crisis in de economie of op de financiële markten.

Het IMF omschrijft in haar halfjaarlijkse World Economic Outlook van april 2006 het begrip globalisering als "the acceleration in the pace of growth of international trade in goods, services, and financial assets relative to the rate of growth in domestic trade". Als gevolg van de globalisering en de hogere economische groei in opkomende landen is de internationale prijsconcurrentie aanzienlijk toegenomen, waardoor de Westerse geïndustrialiseerde landen thans moeilijker kunnen overgaan tot prijsverhogingen. Geconstateerd kan worden dat de globalisering ertoe heeft geleid dat de inflatie in de geïndustrialiseerde landen beter onder controle is gekomen. De hierdoor afgenomen inflatiewachtingen hebben geleid tot een daling van de kapitaalmarktrente.

Van de lage rente in de afgelopen jaren hebben niet alleen aandelenbeleggingen kunnen profiteren, maar ook andere beleggingscategorieën, zoals vastgoed, bedrijfsobligaties, aandelen en obligaties in opkomende landen en grondstoffen. Bij een lagere rente wordt op overheidsobligaties immers een lager rendement behaald, op grond waarvan beleggers op zoek gaan naar instrumenten die een hoger rendement bieden, maar ook een hoger risico inhouden. Dit wordt aangeduid als *search for yield*. Behalve de lage rente droegen de sterke groei van de beschikbare liquiditeiten en de gunstige mondiale economische vooruitzichten bij aan de vraag naar hoger renderende beleggingscategorieën. Hierdoor vertoonden de koersen op de verschillende financiële markten een opwaartse trend. Anders gezegd: er was sprake van een sterkere correlatie tussen de financiële markten.

In dit artikel zal worden nagegaan hoe de onderlinge correlaties zich hebben ontwikkeld gedurende een aantal karakteristieke deelperioden sinds 1970 en wat het verband is met de onderliggende macro-economische ontwikkelingen. De invloed van renteveranderingen op de opbrengsten van verschillende beleggingscategorieën blijkt daarbij een belangrijke rol te spelen. Omdat veel van de hiervoor genoemde beleggingsvormen pas in de laatste tien tot vijftien jaar in de belangstelling zijn gekomen en statistische gegevens voor markten buiten de Verenigde Staten nog onvoldoende beschikbaar zijn, beperkt dit onderzoek zich tot de belangrijkste financiële activa (overheidsobligaties, bedrijfsobligaties, aandelen en indirect vastgoed) in de VS.

Een macro-economische verklaring

Tabel 1 laat zien, dat er op langere termijn een licht negatief verband bestaat tussen aandelenreturns en renteveranderingen. Dit houdt in, dat een rentestijging (-daling) op langere termijn een lagere (hogere) performance van aandelen tot gevolg heeft. Vastgoedbeleggingen blijken op langere termijn wat sterker te reageren op veranderingen in de kapitaalmarktrente.

Omdat per definitie het verband tussen renteveranderingen en het beleggingsresultaat van obligaties negatief is, is er op langere termijn sprake van een positieve correlatie tussen de opbrengsten van aandelen en obligaties. Met andere woorden: op langere termijn is er sprake van een positieve *Equity-bond* correlatie. Behalve door de rente wordt de aandelenperformance in positieve zin via de winsten beïnvloed door de economische groei. Ook de

tabel 1

Statistische kenmerken van beleggingen in de VS

Op basis van kwartaalgegevens in dollars	1975 – 2006	1975 – 1984	1990 – 1999	2000 – 2002	2003 – 2006
Effectief rendement tienjaars overheidsobligaties	7,67	10,34	6,61	5,04	4,29
Correlatie tussen:					
– overheidsobligaties en aandelen	0,12	0,43	0,14	-0,86	0,02
– overheidsobligaties en indirect vastgoed	0,24	0,41	0,24	-0,71	0,46
– overheidsobligaties en bedrijfsobligaties	0,82	0,84	0,82	0,68	0,76
– aandelen en indirect vastgoed	0,56	0,78	0,46	0,56	0,57
– aandelen en bedrijfsobligaties	0,28	0,43	0,26	-0,66	0,27
– indirect vastgoed en bedrijfsobligaties	0,42	0,51	0,50	-0,57	0,44
Correlatie tussen veranderingen in tienjaars rente en:					
– de aandelenperformance	-0,16	-0,45	-0,18	0,85	-0,03
– de performance van indirect vastgoed	-0,26	-0,45	-0,25	0,72	-0,47
– de performance van bedrijfsobligaties	-0,81	-0,84	-0,82	-0,68	-0,77

Bron: Standard and Poors S&P 500, Robert Shiller, Federal Reserve en National Association of Real Estate Investment Trusts

performance van niet-overheidsobligaties en vastgoed wordt door zowel de rente als de groei (verwachtingen) bepaald. Het hangt van de fase van de conjunctuur af welke invloed hier domineert. In het begin van de opgaande conjunctuur zal een hogere groei samengaan met oplopende aandelenkoersen. Gaandeweg de cyclus zullen de centrale banken overgaan tot een verkrapping van het monetair beleid om opkomende inflatiespanningen in te dammen. Omdat renteverhogingen met een vertraging van enige maanden doorwerken in een lagere groei, gaat een stijgende rente (tijdelijk) samen met oplopende aandelenkoersen en is een kortstondige periode tijdens de conjunctuurencyclus met een negatieve Equity-Bond correlatie theoretisch gezien mogelijk. Zodra, onder invloed van de renteverhogingen door de centrale banken, de economische groei begint te vertragen, zullen de aandelenkoersen gaan dalen in anticipatie op een teruggang van de conjunctuur. De centrale banken zullen dan het ingezette verkrappende monetaire beleid nog enige tijd voortzetten.

De meer langdurige negatieve correlatie tussen aandelen- en obligatierendementen tussen 2000 en 2002 kan worden toegeschreven aan andere dan conjunctuurele invloeden, zoals hierna zal worden uiteengezet.

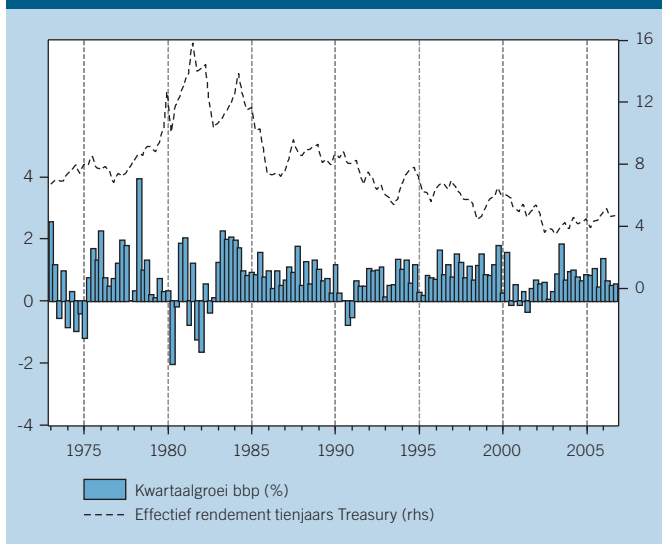
Hieronder wordt de ontwikkeling nader belicht in twee specifieke perioden, waarin het renteniveau nogal sterk verschilde van het gemiddelde niveau in de periode tussen 1975 en 2006.

De periode tussen 1975 en 1985 wordt gekenmerkt door een scherp oplopende rente. Nadat de inflatie door de oliecrises uit de jaren zeventig fors was gestegen, waren de centrale banken in deze periode genoodzaakt een krap geldbeleid te voeren. De rentegevoeligheid van de performance van aandelen en indirect vastgoed blijkt in deze periode aanzienlijk groter te zijn dan waarvan op langere termijn gewoonlijk wordt uitgegaan. Ook liepen de correlaties tussen de opbrengsten van de verschillende beleggingscategorieën sterk op. De figuren 1 en 2 laten zien dat de scherpe rentestijging in de jaren 1980 en 1981 een negatieve invloed heeft gehad zowel op de groei van het bbp als op de performance van alle beleggingscategorieën. Deze periode wordt gekenmerkt door een sterk volatiel verloop van economische groei en inflatie.

Een ander opvallend verschijnsel nemen we waar in de periode vanaf 2000, toen aanvankelijk een rentedaling samenging met dalende koersen van

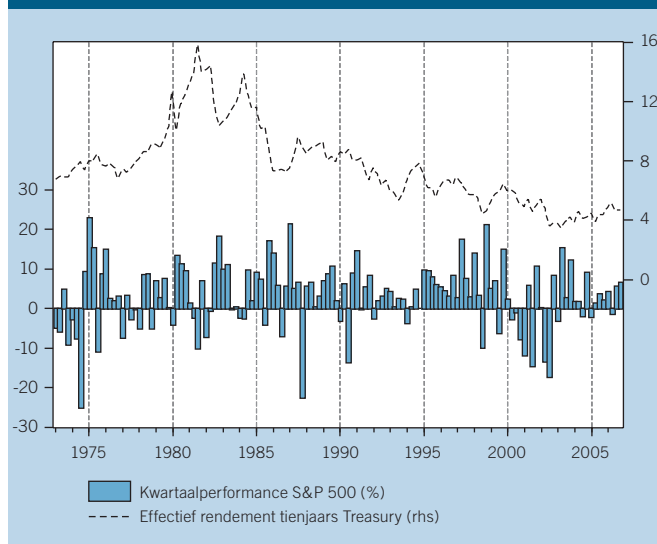
figuur 1

VS: bbp-groei en renteontwikkeling



figuur 2

VS: aandelenperformance en renteontwikkeling



tabel 2

bbp-groei, inflatie en kapitaalmarktrente in de VS

Op basis van kwartaalgegevens		1970 – 1979	1975 – 1984	1980 – 1989	1990 – 1999	2000 – 2002	2003 – 2006
tienjaars rente	Jaargemiddelde	7,50	10,34	10,58	6,61	5,04	4,29
	Standaarddeviatie*	1,0	2,0	2,2	1,0	1,0	0,8
bbp-groei	Gemiddelde groei	3,2	3,0	3,0	3,1	2,0	3,2
	Standaarddeviatie	2,2	2,2	2,0	1,0	1,0	0,7
Inflatie (CPI)	Gemiddelde inflatie	7,1	7,7	5,5	3,0	2,6	2,9
	Standaarddeviatie	1,5	1,8	1,8	0,6	0,6	0,9

Standaarddeviatie, als maatstaf voor volatiliteit, is op jaarbasis uitgedrukt

* op basis van renteveranderingen

aandelen en indirect vastgoed. De sterk dalende aandelenkoersen gingen in deze periode niet samen met een diepe recessie, zoals in de jaren tachtig. Als gevolg van een opeenstapeling van economische en politieke crises vond er een vlucht plaats naar minder risicovolle beleggingen, wat heeft geresulteerd in een langere periode met een negatieve Equity-Bond correlatie. In de jaren na 2002 gaat het economische herstel in de VS samen met een afname van de volatiliteit in de groei en keren de negatieve correlaties tussen renteveranderingen en aandelenrendementen weer terug.

In Europa was de rentestijging in de jaren rond 1980 minder uitgesproken dan in de VS. De correlatie tussen renteveranderingen en aandelenrendementen laat eenzelfde beeld zien. Berekend over de periode vanaf 2003 is er in Europa, in tegenstelling tot de VS, nog sprake van een licht negatieve correlatie tussen aandelen- en obligatierendementen.

Tabel 2 laat het verloop zien van economische kerngegevens en de kapitaalmarktrente in een aantal tienjaarsperiodes vanaf 1970. Afzonderlijk is de tienjaarsperiode 1975–1984 opgenomen vanwege de zeer hoge rentes in de jaren 1980 en 1981. De periode vanaf 2000 is gesplitst in een periode van dalende (2000–2002) en van stijgende aandelenkoersen (jaren na 2003).

Het valt op dat de volatiliteit van groei en inflatie in een periode van hoge rente aanzienlijk hoger ligt dan in perioden van lage rente. Samen met de afgenomen economische volatiliteit heeft het lage renteniveau van de afgelopen jaren een positieve invloed uitgeoefend op de winsten van het bedrijfsleven en op de bestedingen van consumenten. Vanwege de hierdoor afgenomen kans op faillissementen is het renteverskil tussen bedrijfsobligaties en overheidsobligaties gedaald. Dit renteverskil, dat wordt aangeduid met *spread* en een indicator is voor de risicopremie, is de vergoeding die beleggers ontvangen boven het rendement op overheidsobligaties voor het hogere risico van niet-overheidsobligaties. Bij een toenemende onzekerheid, bijvoorbeeld vanwege een groeivertraging of recessie, zal de risicopremie toenemen. Onder invloed van de search for yield en de groei van de beschikbare liquiditeiten hebben de spreads zich de laatste jaren op een laag niveau gehandhaafd.

Ook bij andere assetcategorieën zien wij dat de risicopremie is afgenomen. In opkomende landen bijvoorbeeld is door de genomen hervormingsmaatregelen de financiële positie aanzienlijk verbeterd, waardoor deze landen beter in staat zijn om de gevolgen van (externe) schokken op te vangen. Door de verbeterde macro-economische situatie is de spread, die volgens *usance* berekend wordt als het verschil in rente tussen obligaties van opkomende landen en Amerikaanse overheidsobligaties, gedaald tot onder tweehonderd basispunten.

Ondanks de hervormingen zijn de groeiramingen voor opkomende landen nog met veel onzekerheden omgeven, omdat, zoals het IMF in de meest recente World Economic Outlook vaststelt, “new structures have not been fully tested under stressful financial conditions”. De groeivoorzichten in sommige landen zijn te sterk afhankelijk van de grondstoffenprijzen, terwijl er in andere landen nog steeds sprake is van een politiek instabiele situatie, waardoor het positieve effect van de economische hervormingen teniet kan worden gedaan door bijvoorbeeld een stimulerend begrotingsbeleid. Het is daarom de vraag of factoren, zoals de politieke instabiliteit in opkomende landen, voldoende tot uiting komen in de gedaalde risicopremie. In dit verband geven de huidige risicopremies mogelijk een onderschatting van het feitelijke neerwaartse risico.

Conclusies

Uit het onderzoek komt naar voren, dat zowel de hoogte van als de verandering in de rente een belangrijke variabele is bij de verklaring van veranderingen in de correlaties tussen de verschillende financiële markten. Daarnaast speelt de conjuncturele situatie een rol. Het historisch zeer hoge niveau van rente en inflatie in de begin jaren tachtig heeft een sterke negatieve invloed uitgeoefend op de economische groei en de performance van beleggingen in obligaties, aandelen en vastgoed. De toename van de correlaties tussen de financiële markten in de jaren na 2003 kan, behalve aan de gunstige en stabiele mondiale economische ontwikkeling en de lage rente, worden toegeschreven aan de sterke groei van de beschikbare liquiditeiten.

LITERATUUR

- Financial Services Authority (2007) *Financial Risk Outlook*. www.fsa.gov.uk/Pages/Library/corporate/Outlook/fro_2007.shtml
- Hart, J.J. 't (2006) De invloed van renteveranderingen op de performance van aandelen. *ESB*, 91(4493), 441–442.
- The Economist (2006) The new titans, a survey of the world economy. *The Economist*, 16 september.