

# BEHOUDENDE BELEGGER IN DE KNEL

Door de lage rente zijn obligaties een weinig aantrekkelijke belegging en de vooruitzichten op langere termijn zijn zo mogelijk nog slechter. **Hoe moet een voorzichtige belegger, die traditioneel veel in obligaties belegt, hierop anticiperen?** Twee financieel planners geven hun visie.

**N**og even en het woord 'rentenieren' kan definitief uit het woordenboek geschrapt worden. Wie kan leven van de rentevergoedingen op spaargeld en obligaties is zo vermoedend dat hij die rente eigenlijk niet nodig heeft.

Spaarrentes boven 1 procent zijn nauwelijks meer te vinden in Nederland en de rentevergoeding op obligaties is zo mogelijk nog lager. Een kwart van alle staatsobligaties wereldwijd biedt inmiddels zelfs een negatief rendement.

De belangrijkste oorzaak van die bizarre situatie is inmiddels genoegzaam bekend. In hun pogingen de economie weer aan het draaien te krijgen, hebben centrale banken geld zo goedkoop gemaakt dat uitlenen onaantrekkelijk is. Dat heeft verstrekkende gevolgen voor met name voorzichtige beleggers. Volgens de traditionele





zienswijze bestaan defensieve portefeuilles voor het grootste deel uit obligaties, maar gegeven de huidige stand van zaken is het de vraag of dat nog wel een gezonde situatie is. Goede rendementen maken lijkt met dergelijke beleggingsmandjes schier onmogelijk.

Financieel planner Andrea Middel wordt de laatste tijd geregeld benaderd door klanten die zich zorgen maken over de gevolgen van de lage rente. "Mensen hebben zorgen omdat het heel lastig is rendement te maken. Als je kiest voor aandelen, kies je heden ten dage voor volatiliteit; niet in de aandelen is ook een risico, want dan blijft je koopkracht niet in stand."

#### DOELEN REALISEREN

Middel is als onafhankelijk financieel planner veel werkzaam voor ondernemers uit het midden- en kleinbedrijf. Zij komen bij haar om inzicht te krijgen in hun inkomen en totale vermogen, waarbij de uiteindelijke vraag is hoe de financiële doelen op korte en lange termijn te realiseren zijn. "Mijn klanten stellen vragen in de trant van: 'hoe kan ik in de huidige markt in vredesnaam mijn doelstellingen halen? Ik lijkt te moeten kiezen tussen een heel laag zo niet negatief rendement na inflatie en belasting en meer risico nemen, terwijl



**ANDREA  
MIDDEL**

*'Laatst begeleidde ik een klant van mij die wilde gaan beleggen bij een bank. Het ging duidelijk om een defensieve belegger, maar de beleggingsadviseur van de bank - nee, ik noem geen namen - zei meteen: 'Laten we onze twee meest defensieve profielen maar overslaan. Daar doen we de laatste tijd nijs mee.'*

ik daar helemaal niet op zit te wachten."

Voor Middel is duidelijk dat de rol van obligaties binnen vermogensportefeuilles in het huidige klimaat "ondergeschikter" wordt. Lange tijd was de portefeuille-samenstelling grofweg op het volgende tijdpad gebaseerd. Geld dat een consument in de komende drie jaar nodig dacht te hebben ging naar een spaarrekening of een deposito. Bij een horizon tussen pakweg drie en zes jaar pasten obligaties en voor de langere termijn was een offensievere insteek mogelijk, aandelen bijvoorbeeld.

"Dat was de oude wereld," zegt Middel, "nu is het eerder de trend om geld liquide te houden dat in de komende vijf jaar nodig is. Obligaties aan de korte kant van de horizon worden ingewisseld voor cash, terwijl op langere termijn eerder wordt gekozen voor risicovollere obligaties of voor aandelen."

#### HOGER RISICO

Een overstap naar obligaties met een hoger risico is ook de route die financieel planner en vermogensbeheerder William van der Maas voorstaat. Van der Maas krijgt klanten aan de lijn die bezorgd zijn door de alarmerende verhalen over obligaties in de media. "De beeldvorming is

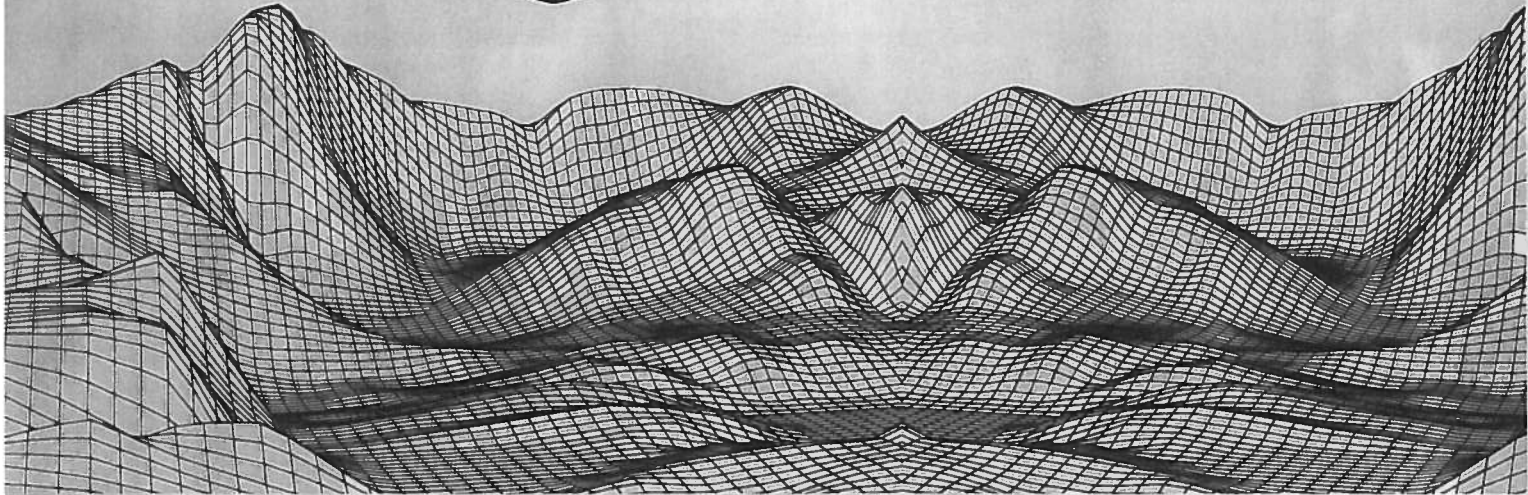
dat obligaties gevaarlijk worden vanwege de potentiële koersdaling bij een rentestijging. Dat klopt als je kijkt naar bijvoorbeeld tienjaars Duitse of Nederlandse staatsleningen die nauwelijks nog rente opleveren. Maar als je kijkt naar bedrijfsobligaties dan is er wereldwijd een mooie mix te maken van obligaties die een mooie rente opleveren." Dat die aanpak een hoger risico inhoudt, beseft Van der Maas terdege. "Met spreiding, bijvoorbeeld via beleggen in een obligatietracker, kun je het risico op faillissement een stuk verminderen." Wel raadt Van der Maas ook de meer risicomijdende beleggers aan om te kiezen voor obligaties met een kortere looptijd. Dat heeft alles te maken met het potentiële koersrisico. "Als jij in een twintigjaars lening zit, krijg je na twintig jaar de hoofdsom terug, maar als tussentijds de waarde van die obligatie daalt en je moet om wat voor reden dan ook verkopen, dan heb je een probleem."

Aandelen zijn voor Van der Maas het meest voor de hand liggende alternatief voor obligatiebeleggingen. In vastgoed ziet hij minder. "Als je het vanuit de financiële planningkant bekijkt, is de woning vaak al een behoorlijk deel van de portefeuille. Dus er is al hoge blootstelling aan vastgoed." Ook gestructureerde producten kunnen bij de planner →

**TIP**  
voor de thuisbelegger

LET OP

De rente is laag. Een hoog rendement op obligaties is onder de huidige marktomstandigheden alleen mogelijk als er risico wordt genomen



## TOCH IN OBLIGATIES: DE ALTERNATIEVEN

Dat grote beleggers als pensioenfondsen en verzekeraars nu nog groot in obligaties beleggen ondanks de beroerde vooruitzichten, valt te begrijpen. Deze partijen moeten enorme sommen geld beheren en hebben soms geen andere keuze dan voor zeer veilige opties te gaan door bijvoorbeeld te beleggen in Duitse staatsobligaties. Hierbij speelt een steeds strengere toezichthouder mee die financiële instellingen bijna oplegt extreem defensief te beleggen. Het rendement op Duits papier mag dan nihil zijn, het risico op wanbetaling is verwaarloosbaar. Er zijn meer argumenten om nu in obligaties te beleggen. De markttrente mag dan zeer laag zijn, het kan altijd nog lager. Marktkenner denken al tijden dat een bodem in rentetarieven in zicht is, maar de praktijk bewijst anders. Of beter gezegd, centrale bankiers bewijzen anders. De recente onrust rond China en olie hebben westerse economieën opnieuw in vertraging gebracht. Een verdere stimulering door centrale bankiers is niet onmogelijk, zoals blijkt uit de steeds luidere geluiden over negatieve rentes. Als dat werkelijkheid zou worden, profiteren huidige obligatiehouders.

### RENDEMENT VERHOGEN

Wie deels in obligaties wil blijven beleggen, kan proberen het rendement te verhogen via twee routes. In de eerste plaats kan een belegger de looptijd van de obligaties opschroeven. Een belegger die in een éénjaars Duitse staatsobligatie stapt, moet geld toeleggen (rendement circa minus 0,5 procent), maar de leningen

met een looptijd van tien en dertig jaar keren nog respectievelijk 0,2 procent en 0,9 procent uit. In de Verenigde Staten liggen de tarieven hoger. De één-, tien- en dertigjaarobligaties geven een rendement van respectievelijk 0,6 procent, 1,97 procent en 2,7 procent.

### JUNK BONDS

Een tweede manier om meer rendement uit obligaties te halen is door een groter deel uit te lenen aan instellingen met een lagere kredietwaardigheid. Zo rendeert een (klein) mandje Europese triple-A bedrijfsleningen met 0,85 procent per jaar aanzienlijk beter dan een Duitse staatslening. Een mandje BBB-obligaties ("investment grade") geeft een vergoeding van 1,66 procent – hier zitten bijvoorbeeld leningen aan de

#### GEMIDDELD RENDEMENT PER CATEGORIE

Europa	
AAA Euro Corporate Index	0,85%
BBB Euro Corporate Index	1,66%
High Yield Index	5,33%
CCC & Lower High Yield Index	15,20%
Verenigde Staten	
AAA Euro Corporate Index	2,63%
BBB Euro Corporate Index	4,33%
High Yield Index	8,75%
CCC & Lower High Yield Index	19,89%
Opkomende markten	
High Yield Emerging Markets Sovereign Debt	7,50%

Nederlandse bedrijven KPN, Aegon en AkzoNobel in. Nog een tree lager zijn de high yield obligaties – ook wel junk bonds genoemd, oftewel alles onder een BBB-oordeel. Het mandje, waar onder andere wankele banken en oliegerelateerde bedrijven in zitten, keert dik 5 procent uit. Voor de echte durfballen is er een mandje voor beleggers met bedrijven met een CCC-rating of lager: de junk bonds met de slechtste overlevingskansen. Het is vrijwel zeker dat een aantal van deze bedrijven ooit faillissement moet aanvragen. Het rendement van het mandje is 15,2 procent per jaar. Ook bij bedrijfsobligaties liggen de rendementen in de Verenigde Staten hoger. De meest risicovolle obligaties – bedrijven met een CCC-oordeel of lager – leveren zelfs bijna 20 procent op. Hier zitten bedrijven tussen die door de oliecrisis in de problemen zijn gekomen en op de rand van de afgrond staan.

### NIET ZONDER RISICO

Voor duidelijkheid: allebei de routes naar een hoger rendement zijn niet zonder risico. Obligaties met een lange looptijd zijn gevoelig voor verandering in de rente. Als de rentes oplopen, zal dit voor koersdalingen van obligaties zorgen. Ook obligaties met een matige kredietwaardigheid brengen een hoger faillissementsrisico met zich mee. Bedenk ook dat bij niet-euro-obligaties rendementen door valuta-effecten stevig kunnen schommelen.

\* De mandjes zijn samengesteld door de Amerikaanse zakenbank Bank of America Merrill Lynch

uit Maassluis maar op weinig enthousiasme rekenen. "Met gestructureerde producten haal je tegenpartijrisico in huis. Daar ben ik niet dol op."

### VERSCHUIVINGEN

Van der Maas ziet dat veel beleggingsondernemingen minder in obligaties beleggen voor hun klanten, maar noemt het "cosmetische verschuivingen". "Als vermogensbeheerders zeggen: 'We gaan uit obligaties', betekent dat vaak een verschuiving van 50 naar 45 procent niet van 50 naar 0. Veel partijen zijn gebonden aan een vast risicoprofiel, dus je praat over een marge van een paar procent."

Financieel planner Andrea Middel, die haar klanten op verzoek begeleidt naar een bank of vermogensbeheerder, ziet radicalere verschuivingen. "Laatst begeleidde ik een klant van mij die wilde gaan beleggen bij een bank. Het ging duidelijk om een defensieve belegger, maar de beleggingsadviseur van de bank – nee, ik noem geen namen – zei meteen: 'Laten we onze twee meest defensieve profielen maar overslaan. Daar doen we de laatste tijd niks mee.' Voor nieuwe klanten waren de modelportefeuilles met grote delen obligaties dus niet aantrekkelijk volgens de bank. Of bestaande klanten werden benaderd om over te stappen weet ik niet. **Het zou banken sieren als ze het gesprek aan zouden gaan met klanten die in de meest defensieve profielen zitten.**"

### GEDRAG AANPASSEN

Daarmee komt meteen een andere kwestie aan de orde.





**WILLIAM VAN DER MAAS**

*'Als je het vanuit de financiële planningkant bekijkt, is de woning vaak al een behoorlijk deel van de portefeuille. Dus er is al hoge blootstelling aan vastgoed.'*

**'ALS VERMOGENS-BEHEERDERS ZEGGEN: 'WE GAAN UIT OBLIGATIES', BETEKENT DAT VAAK EEN VERSCHUIVING VAN 50 NAAR 45 PROCENT, NIET VAN 50 NAAR 0'**

Als portefeuilles vol obligaties onaantrekkelijk zijn, moeten voorzichtige beleggers hun gedrag dan aanpassen en een minder defensief profiel kiezen? William van der Maas is geen voorstander van te veel "profielhoppen", maar noemt het soms onvermijdelijk.

"Met de simulaties die wij maken is gemakkelijk uit te rekenen welk rendement iemand moet halen om zijn financiële doelen te bereiken. Op basis van het berekend budget dat het vermogen moet opbrengen, valt dan op te maken welk rendement gemaakt moet worden. Als dat te hoog is voor een defensief profiel dan wil ik best beoordelen of een klant ook een neutraal profiel aankan qua verliestolerantie. Als dat niet het geval is, kun je beter zeggen: meer bijleggen of de doelstelling verlagen."

#### LANGE TERMIJN

Aan Andrea Middel is het denken in standaardprofielen eigenlijk niet besteed. "Het kan best zijn dat je met 80 procent van je vermogen superdefensief omgaat en met het resterende deel zeer offensief. Dat laatste stuk is dan geen bron van inkomen maar vooral voor de lange termijn, misschien wel voor een volgende generatie, en dan is het goed mogelijk om met dat deel van het vermogen vol in de aandelen te stappen." Wie een dergelijke constructie ziet zitten, kan bij een bank niet terecht. "Dan pas je niet in de standaardprofielen." Middel snapt dat banken "vanuit governance-overwegingen" klanten in profielen willen indelen, maar ziet de keerzijdes. "Na een gesprek van een half uur krijg je al een beleggingsadvies. Banken kijken daarbij vooral naar het vrij belegbaar vermogen. Ik doe dit werk sinds 1993 en vroeger was lang niet alles beter, maar beleggingsadvies was meer maatwerk, een vak. Tegenwoordig is het vooral vakkenvullen."



– Column –  
**Kwaliteit heeft een lagere prijs**

U gelooft het niet, maar beleggen is niet ieders hobby. Gelukkig kun je het uitbesteden.

**A**ls je kapitaalkrachtig bent, gaat een echt mens met jouw geld aan de gang (of aan de haal als je pech hebt). Algoritmes – robots, aldus verwarde marketeers – zijn beschikbaar bij dunnere portemonnees. Minder vergaande uitbesteding is het zelf beleggen in beleggingsfondsen, waarbij een fondsbeheerder gespreid in effecten belegt.

De publieke opinie is verrassend mild over de miljarden die vermogensbeheerders jaarlijks in rekening brengen. Ondanks dat vermogensbeheerders soms erkennen duur te zijn. Te duur? Nee hoor, want in dezelfde adem voegen ze eraan toe dat kwaliteit nu eenmaal geld kost. En jawel, hun beleggingsrendement zou de extra kosten ruimschoots compenseren.

Ze blaken van zelfvertrouwen, want hoewel dat nog niet uit de gerealiseerde rendementen blijkt, is een outperformance wel alvast de verwachting voor de toekomst. Ik vergeet telkens of het alfa, bèta (of zelfs smart-bèta) of gamma betreft, maar ze doorspekken hun optimistisch betoog veelal met Griekse letters. Hun centrale stelling is dat kwaliteit zijn prijs heeft. Bij vermogensbeheer zijn daarvoor netto rendement en veiligheid bepalend.

Veiligheid omvat zaken als spreiding, fysieke replicatie en een goede governance van het fonds. Veiligheid is belangrijk, maar de meest in het oog springende kwaliteitsfactor is het nettorendement, zijnde het brutorendement minus kosten. Hierbij gaat een hoog brutorendement veelal gepaard met extra risico (voor de klant).

De meeste vermogensbeheerders hebben geen glazen bol. Hoge – voor risico gecorrigeerde – brutorendementen zijn dan vooral een kwestie van geluk. Zelfs zonder kosten zou grofweg de helft minder presteren dan een willekeurige index.

Helaas, die kosten zijn er wel. De nuchtere klant resteert één zekerheid: vermogensbeheerkosten (plus de soms niet terug te vorderen buitenlandse dividendbelasting!) verlagen zijn nettorendement.

Kwaliteit heeft dus inderdaad zijn prijs. Een lage.



**ERROL KEYNER**  
is adjunct-directeur van de VEB