

Obligaties winnen weer aan populariteit

Door Baart Koster Fotografie Sam Huibers | PICS



2024 lijkt een uitdagend beleggingsjaar te worden met interessante kansen. Drie beleggingsexperts namen verschillende vermogenscategorieën onder de loep tijdens de slotdiscussie van het door Financial Investigator georganiseerde seminar ‘How to position your portfolio for 2024 and beyond’.

Gaat de voorkeur voor 2024 uit naar aandelen of naar obligaties? Dagvoorzitter Bob Homan consulteert eerst de zaal voordat hij zijn startvraag met de paneeldeelnemers bespreekt. Er gaan voor beide keuzes ongeveer evenveel stemmen op, waarmee de zaal aangeeft min of meer neutraal te staan tegenover beide vermogenscategorieën in vergelijking met elkaar. Maar hoe is dat voor Olaf van den Heuvel, Wouter Weijand en Rob van Wechem? Van den Heuvel vindt het een lastige vraag, hoewel hij over het algemeen denkt dat aandelenwaarderingen er goed uitzien, de Magnificent Seven op de aandelenmarkt daarin meegewogen. ‘Ik denk dat voor Europese aandelen het risicoprofiel wat hoger is dan voor Amerikaanse, al lijkt dat al grotendeels ingeprijsd door de markt.’

Kijkend naar het vastrentende spectrum valt het Van den Heuvel op dat vooral de rendementen op overheidsobligaties misschien wat marginaal zijn gezien alle marktstress. ‘In de VS ligt de rente in de buurt van 5%. Naar verwachting zullen rentestanden dichterbij 4% bewegen wanneer de inflatiedruk wat afneemt. En van een inflatie-afname ga ik ook wel uit. Daarmee ziet ook fixed income er vrij aantrekkelijk uit, met uitzondering van US high yield en US investment grade obligaties, die nu minder aantrekkelijk zijn. In Europa is dat anders, daar zal de vermogenscategorie vastrentend de komende jaren vrij aantrekkelijk blijven. Overigens zijn wij zelf behoorlijk overwogen in staatsobligaties en overwogen we om wat meer aandelen toe te voegen in onze portefeuille.’ Al met al is beleggen volgend jaar dus een betere keuze dan sparen, concludeert hij.

Verhoogde kans op recessie

Van Wechem stelt dat obligaties op dit moment een overwogen positie verdienen

in een gebalanceerde beleggingsportefeuille. Hij is er namelijk van overtuigd dat financiële markten reageren op veranderingen in de data en niet zozeer op de absolute niveaus. Hij ziet dat in vergelijking met andere delen van de wereld de groei in de VS vrij sterk is. ‘Wij verwachten dat de komende tijd de groei zowel in reële als in nominale termen zal vertragen. De bedrijfswinsten hebben relatief goed standgehouden door de omgeving van hoge nominale groei. Dat de groeirichting wat afvlakt, wil niet zeggen dat we een recessie voorspellen. Voor een dergelijke voorspelling is het nog te vroeg.’ Wel ziet hij een verhoogde kans op recessie gezien het restrictieve rentebeleid, de overspannen arbeidsmarkt en teruglopende bedrijfswinsten. Niet alle markten prijzen echter een verhoogde recessiekans in. ‘Wereldwijd zijn aandelen in historisch perspectief bovengemiddeld gewaardeerd, al zien we grote verschillen tussen regio’s en sectoren. Vergelijk je de relatieve waardering van aandelen met die van obligaties, dan zijn aandelen op indexniveau met name in de VS bovengemiddeld gewaardeerd.’

Weijand vertelt dat zijn beleggingsteam enkele jaren terughoudend is geweest ten aanzien van obligaties en in plaats daarvan, ter bescherming tegen een dalende obligatiemarkt, meer belegde in private debtleningen met variabele rente. Ook had hij veel kortlopend papier in de portefeuille. ‘Recentelijk zijn we echter overgestapt op langer lopende Amerikaanse staatsobligaties, afgedekt naar de euro. De discussies binnen ons team gingen over aanpassing van de duration in de portefeuilles, die jarenlang sterk onderwogen was op circa 2,5 jaar. Momenteel zitten we dichterbij een duration van ongeveer 5 jaar.’ Gezien het risico op een recessie, waarvan Weijand de inschatting gegeven de marktstress lastig te maken vindt, en de gestegen rente ziet hij eindelijk waarde in staatsobligaties op het huidige niveau. ‘We zijn enigszins onderwogen in aandelen vergeleken met obligaties, maar nog steeds enthousiast over illiquide beleggingen als infrastructuur en private debt.’

De Magnificent Seven: antifragiele bedrijven

Homan pakt vervolgens door op aandelen. Hoe denken de paneeldeelnemers over de Magnificent Seven? Die floreerden dit jaar enorm op AI, maar Homan wil weten of ze >



VOORZITTER

Bob Homan

Hoofd, ING Investment Office



Olaf van den Heuvel

CIO Netherlands & Global Head
Multi Asset & Solutions,
Aegon Asset Management



Rob van Wechem

Hoofd Maatwerkoplossingen,
Bank ten Cate & Cie



Wouter Weijand

CIO, Providence Capital

allemaal juist zijn geprijsd en of het ‘must haves’ zijn. Weijand merkt op dat bij iedere beleggingsbijeenkomst die hij dit jaar bijwoonde het AI-thema prominent op het gespreksmenu stond. ‘Dat zegt mij dat AI waarschijnlijk overschat wordt. Het is enerzijds een zeer dominant thema, terwijl we anderzijds niet weten wat het nu precies gaat betekenen. Waarschijnlijk betekent het een soort van automatisering op vele verschillende velden, waarvan we nog niet in staat zijn de effecten in volle omvang te begrijpen.’ Sommige aandelenkoersen lijken wel erg sterk door AI te zijn gedreven. Uit waarderingsoverwegingen is Providence Capital minder dan gemiddeld belegd in de grote tech-bedrijven.

Van Wechem is in enkele van de Magnificent Seven belegd. Deze bedrijven groeien hard en maken veel winst. Een groot deel van de koersstijging valt dan ook te rechtvaardigen door de sterke EPS-groei, zegt hij. Hoewel markten neigen naar overreactie en overwaardering van de Magnificent Seven, blijken sommige aandelen volgens hem nog steeds te worden gedreven door een verwachte winstgroei die hoger is dan de markt. Hij noemt Nvidia en Tesla als voorbeelden. ‘Microsoft, Apple en in mindere mate Meta lijken inmiddels relatief duur in vergelijking met de groeiverwachting van analisten. De ervaring met de stagflatie-omgeving van 2022 zorgt ervoor dat sommige beleggers, ondanks hoge waarderingen, liever investeren in deze ‘antifragiele’ bedrijven dan in staatsobligaties, lijkt het.’

Allocatie naar private assets

Homan zoomt vervolgens in op alternatives: beleggen de deelnemers ook in private markten? En tegen welke percentages zijn private assets in hun portefeuilles vertegenwoordigd? Van den Heuvel totaliseert voor zijn antwoord alle allocaties naar private markten en rekent daarbij bijvoorbeeld ook de indirecte exposure naar private assets via de balansen van verzekeraars mee. ‘Alles samen genomen is onze allocatie naar

private markten ongeveer 30 à 40% en daarbinnen houden we beduidend meer private debt dan private equity aan.’ Weijand beheert privévermogens en het hangt volgens hem van de omvang van een beleggingsportefeuille af hoeveel je kunt investeren in illiquide assets. Hij hanteert overigens wel een vuistregel voor een allocatie naar private: ‘Voor klanten met 5 miljoen belegbaar vermogen, bij ons het minimumbedrag per klant, stoppen we ongeveer 10% daarvan in private assets. In de jaren dat er geen obligatierendement was, zaten die beleggingen vooral in private debt. Daarnaast zat er altijd infrastructuur in de portefeuille en veel private equity was niet nodig, omdat er in publieke markten voldoende aandelenkeuze was. Voor grotere beleggingsportefeuilles, vanaf 5 tot bijvoorbeeld 50 miljoen, varieert onze allocatie naar private assets meestal tussen 10 en 30%.’

Voor Van Wechem ligt de bandbreedte qua belegd vermogen naar private tussen 0 en 25%, afhankelijk van de klantsituatie. Hij vindt het voor deze beleggingscategorie cruciaal om exact te definiëren wat je verwacht van je posities in private assets. Het is niet alleen een kwestie van betere rendementen of meer diversificatie, stelt hij. ‘Veel klanten met posities in private markten beschouwen het als een zeer specifieke keuze waarvan ze verwachten dat die presteert in wat ik een stagflatoire omgeving noem. Wij definiëren die als een situatie waarin inflatie duidelijk stijgt en economische groei duidelijk afneemt. Dit was de marktomgeving van vorig jaar.’ Hij ziet dat veel markten dan niet presteren, tenzij je investeert in zaken die de inflatie veroorzaken of in zaken die gekoppeld zijn aan inflatie of aan stijgende rentetarieven. Hij belegt daarom onder meer in private debt met floating rates en in infrastructuuraandelen met een sterke link naar inflatie, die ook heel goed hebben gepresteerd.

Houdbaarheid van begrotingstekorten

Homan betreft de zaal actief in de discussie. Dat leidt tot interessante vragen over onder andere de impact van het Amerikaanse begrotingsbeleid op de mondiale economie. Concreter vraagt Homan wat het effect van dat begrotingsbeleid zal zijn op de stabiliteit in de EU en op de renteversillen. Van den Heuvel is daar niet heel bezorgd over. Zo-

‘AI vóór 2030 zal het volledige belastinginkomen van de VS worden besteed aan rentebetalingen en verplichte uitgaven.’

lang de dollar een reservevaluta is, denkt hij dat het wel goed zal gaan. Waarmee hij het schuldenprobleem van de VS overigens niet wil bagatelliseren. Maar de geschiedenis heeft volgens hem uitgewezen dat de Amerikaanse economie dynamisch en veerkrachtig is en zich op onverwachte momenten toch weer weet op te richten, hoewel hij de komende verkiezingen wel degelijk als een additioneel risico ziet. Als Homan vervolgens vraagt wat hij als belegger met die risico's doet, implementeren of negeren, antwoordt Van den Heuvel dat hij die momenteel negeert. 'We discussiëren er intern volop over, maar beschouwen voor onze portefeuillepositionering Amerikaanse schatkistpapieren en overheidsobligaties nog steeds als zeer veilige belegging.'

De houdbaarheid van schulden in Europa noemt Van den Heuvel een heel andere zaak. Die baart hem wel zorgen. Van Wechem beaamt dat en betreft dit weer even op de VS. 'Kijk je naar projecties van het Congressional Budget Office, dan zie je dat al vóór 2030 het volledige belastinginkomen van de VS zal worden besteed aan rentebetalingen en verplichte uitgaven, zoals pensioenen en medische kosten. Daarna is al het belastinggeld op, en dat is volgens mij niet eens het meest ongunstige scenario.' Alles wat niet verplicht is, kan financieel dan simpelweg niet meer worden gedekt, denkt hij. Wat neerkomt op structureel hoge tekortuitgaven, waarschuwt hij. 'Kan de VS dit doen? Jazeker, ze hebben immers hun eigen centrale bank en de Amerikaanse dollar is dé reservevaluta. Nadat tijdens de pandemie de knop van fiscale stimulering is herontdekt, heeft de VS dit jaar een begrotingstekort van 8,5% aangetikt, iets wat normaliter alleen in wereldoorlogen en diepe recessies gebeurt. Dergelijke cijfers maken de VS tot een regio waarvoor we kritisch moeten nadenken over wat een fair structureel niveau van de kapitaalmarktrente zou moeten zijn. Ook wat betreft looptijd is het huidige begrotingsbeleid iets om rekening mee te houden.'

Catastrofe of kans?

Hebben de paneel deelnemers nog iets sailants te delen met de zaal, wil Homan ten slotte weten. Weijand bekent altijd geboeid te hebben gekeken naar catastrophe bonds, maar die asset class vooral als een riskante gok te zien. Het blijkt alles te maken te

'In Europa zal de vermogens-categorie vastrentend de komende jaren vrij aantrekkelijk blijven.'

hebben met enerzijds de aantrekkelijk ogende winsten van deze vermogens-categorie, maar anderzijds het totaal onvoorspelbare risicoprofiel ervan. 'Hoe prijs je toekomstige natuurrampen als gevolg van klimaatverandering in? Ik vind dat een van de lastigste vragen. Kijk ik naar de langetermijnwinsten, dan waren die allemaal beter dan aandelen, high yield et cetera. Over een termijn van 15 jaar overstegen die winsten zo ongeveer elke denkbare financiële benchmark. En toch zie ik mijzelf niet investeren in iets waarvan ik de risico's nauwelijks kan meten en inschatten.' Op de zaalvraag of Weijand dan niet in verzekeraars belegt, antwoordt hij nuchter: 'Jouw afgebrande huis verzekeren ze, maar een land dat verdwijnt door een zondvloed is onverzekerbaar.'

Van den Heuvel is gecharmeerd van waarde-aandelen. Vooral Europese waarde-aandelen noemt hij een interessante categorie. Van Wechem wil het tot slot nog even over de stagflatoire omgeving hebben. Die is niet alleen voor de economie, maar ook voor beleggers een uitdaging. Hij somt de wrange vruchten van stagflatie op: afnemende groei, een daaropvolgende aandelenuitverkoop, stijgende kredietpremies en massale verkoop van obligaties vanwege stijgende rentetarieven. Een moeilijkere omgeving bestaat voor beleggers niet. 'En dan hoor ik veel mensen zeggen dat als je de laatste 30 tot 40 jaar bekijkt, dit niet vaak gebeurt. Kijk je echter naar de afgelopen 100 jaar, dan waren we ongeveer de helft van de tijd in zo'n omgeving, waarin er een positieve correlatie is tussen staatsobligaties en aandelen. Vanuit het oogpunt van portefeuille-constructie is dat enorm lastig, want je kunt een cyclisch beeld hebben van waar inflatie-tarieven naartoe gaan, maar je kunt niet zonder meer vertrouwen op looptijd als een soort bescherming van je portefeuille. Je moet anders gaan nadenken over wat je zal redden in zo'n nieuwe omgeving. Ik adviseer iedereen dat gedachte-experiment aan te gaan.' ■

CONCLUSIE

Obligaties verdienen momenteel een overwogen positie in een gebalanceerde beleggingsportefeuille.

Gezien het restrictieve rentebeleid, de overspannen arbeidsmarkt en teruglopende bedrijfswinsten lijkt er een verhoogde kans op een recessie te bestaan.

Afgaand op de rente-ontwikkeling lijkt het verstandig om de allocatie naar obligaties met een iets langere looptijd te verhogen.

Door de stagflatoire omgeving van 2022 lijken sommige beleggers, ondanks hoge waarderings, liever in 'antifragiele' Magnificent Seven-aandelen dan in staatsobligaties te beleggen.

Binnen waarde-aandelen lijken Europese momenteel een interessante vermogens-categorie.