

## Rijzende sterren

Na de rustige zomermaanden juli en augustus zijn financiële markten weer tot leven gekomen. Een minder stimulerende houding van de centrale banken van Europa en de VS zorgde de afgelopen dagen voor een opvering van de rente van staatsobligaties. We zien de laatste weken meer tekenen dat er langzaam lucht uit de bubbel in risico-aversie begint te lopen. De portefeuilles zijn nog steeds gepositioneerd om hiervan te profiteren. Deze tweede mailing over staatsobligaties gaat in op de structurele verandering van deze markt. We leggen uit waarom wij positief zijn over staatsobligaties van opkomende landen en hoe wij, sinds kort, deze op een andere wijze tonen in onze Valuedge app.

### Inleiding

De zomer is rustig verlopen op de beurs, beweeglijkheid en volumes waren laag. Beter dan verwachte economische data heeft een positief effect gehad op de beleggingsportefeuilles. De laatste paar handelsdagen begint de rente van staatsobligaties van ontwikkelde landen op te lopen. Daarom is dit een goed moment voor een tweede bericht over obligaties die voortborduurde op onze vorige mailing 'bubbel in risico-aversie' van 19 juli. De wereldwijde coördinatie van centrale banken en politiek leidt in onze ogen tot een structurele verandering van de obligatiemarkt. Dat willen wij hier bespreken en uitleggen hoe dit van invloed is op ons beleggingsbeleid. Begin augustus hebben wij een aantal wijzigingen gemaakt in de Valuedge app om recht te doen aan deze veranderingen. De aanpassingen in de wijze waarop wij de samenstelling van de obligatieportefeuille tonen zullen wij toelichten.

### Afwachtende centrale banken

Vrijdag 26 augustus organiseerde de Amerikaanse centrale bank ('Fed') de jaarlijkse vergadering van centrale bankiers uit de hele wereld in Jackson Hole, Wyoming. Deze bijeenkomst wordt gebruikt om de monetaire politiek te evalueren. Tijdens deze bijeenkomst liet de Fed duidelijk horen niet warm te lopen voor negatieve rente. Zij zijn, in tegenstelling tot andere centrale banken, onzeker of deze maatregel wel werkt en zijn blij dat ze in de situatie verkeren dat ze hier niet mee hoeven te experimenteren. De Fed staat namelijk op het punt de beleidsrente opnieuw te verhogen in de komende maanden omdat haar inflatie- en werkloosheidsdoelstellingen bijna bereikt zijn. Hierdoor stijgt de rente op Amerikaanse staatsobligaties sinds begin juli.

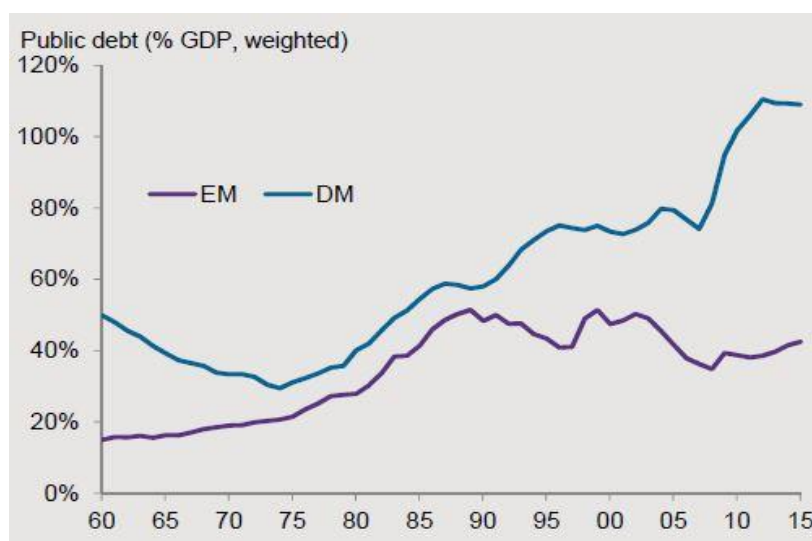
De laatste weken hebben de Europese Centrale Bank en de Bank of Japan terughoudendheid laten zien om de negatieve depositorente verder te verlagen. Donderdag j.l. hield de ECB alle rentetarieven ongewijzigd en gaf president Draghi aan te wachten met verdere steunmaatregelen.

Hij wil meer actie zien van overheden om de economie verder te stimuleren via hogere bestedingen aan infrastructuur en lagere belastingen. Ook vindt Draghi dat de huidige extreem lage rente een reflectie is van een markt die al anticipeert op meer actie van de ECB terwijl de huidige monetaire politiek effectief is (i.e. hij hoeft dus niets te doen).

Wij zien in bovenstaande duidelijke signalen dat centrale banken erkennen dat zij tegen de limieten van hun ondersteunende maatregelen aanlopen. De minder stimulerende houding wordt ook ingegeven door aantrekkende groei van de wereldeconomie de laatste maanden. Sinds het Britse referendum is goed duidelijk geworden dat de monetaire politiek van centrale banken mondiaal steeds beter gecoördineerd wordt. Het recente Jackson Hole symposium illustreerde dit. Ook de G20 top van begin september laat zien dat er politiek meer bereidheid is om samen te werken al moet de G20 die bereidheid nog wel omzetten van woorden naar daden.

### Omgekeerde wereld

In onze laatste mailing lieten we zien dat de rente op de index van staatsobligaties uit ontwikkelde landen met 0,8% beduidend lager is dan de 6,2% van de index van staatsobligaties uit opkomende landen. De hoogte van de rente is afhankelijk van de kredietwaardigheid en looptijd van een staatsobligatie. De kredietwaardigheid wordt aangeduid met een rating (bepaald door 'rating agencies'). Hoe hoger de rating, hoe kleiner de kans op betalingsproblemen. De rating van de index van ontwikkelde landen is veel hoger dan de rating van opkomende landen. Als we meer in detail kijken is hier iets vreemds aan de hand. De figuur hieronder toont de totale staatschuld van ontwikkelde landen (DM) ten opzicht van het Bruto Nationaal Product (GDP). Dit percentage is van 30% midden jaren zeventig opgelopen tot boven de 100% op dit moment. Als de kredietwaardigheid van opkomende landen lager is dan zal de totale staatschuld van opkomende landen wel hoger zijn dan ontwikkelde landen? Niets is minder waar. De totale staatschuld als percentage van GDP van opkomende landen (EM) is in dezelfde periode gestegen van 20% naar 40%. Dit lijkt op een omgekeerde wereld.



Figuur 1: Staatsschuld als percentage van BNP (bron : JP Morgan)

## Meer over kredietwaardigheid

De vraag kan dan ook worden gesteld of rating agencies de kredietwaardigheid van staatsobligaties wel juist inschatten. De belangrijkste rating agencies zijn allemaal Amerikaans (Moody's, Fitch, S&P). De volgende figuur laat zien hoe de ratings zijn opgesteld bij deze beoordelaars.

Kredietwaardigheid	Moody's	Fitch	S&P
Hoogste	Aaa	AAA	AAA
Heel hoog	Aa1, Aa2, Aa3	AA+, AA, AA-	AA+, AA, AA-
Hoog	A1, A2, A3	A+, A, A-	A+, A, A-
Goed	Baa1, Baa2, Baa3, Baa4	BBB+, BBB, BBB-	BBB+, BBB, BBB-
Speculatief	Ba1, Ba2, Ba3	BB+, BB, BB-	BB+, BB, BB-
Heel speculatief	B1, B2, B3	B+, B, B-	B+, B, B-
Aanzienlijke risico's - in gebreke	Caa1, Caa2, Caa3, Ca	CCC, CC, C, RD, D	CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D

Figuur 2: Overzicht kredietwaardigheid volgens Amerikaanse rating agencies

In het algemeen wordt alles boven de horizontale lijn, van goed (licht oranje) tot hoogste (groen) investment grade genoemd. Alles onder de lijn is riskanter (non-investment grade) en heeft een grotere kans op wanbetaling. Hier staat wel een hogere rente tegenover. Het wordt interessant als we kijken naar een niet-Amerikaanse beoordelaar zoals het Chinese Dagong Global rating agency. Zij hanteren weliswaar eenzelfde systeem maar de rating per land verschilt erg. Zo hebben de VS (met een hoge schuld) wel de hoogste triple A rating van alle Amerikaanse rating agencies maar geeft Dagong Global de VS slechts een A- (hoog). In het algemeen geeft Dagong Global de Emerging Market landen een hogere rating en ontwikkelde landen een lagere rating dan de agencies in figuur 2. Objectief gezien is het beeld dat Dagong Global verschaft meer in lijn met figuur 1.

Tijdens de looptijd van een obligatie kan de kredietwaardigheid worden gewijzigd. Een rating agency besluit dan door bepaalde ontwikkelingen een rating te verhogen of verlagen. Een verlaging leidt doorgaans tot een hogere rente omdat beleggers meer compensatie voor risico eisen. De stijgende rente betekent een dalende koers. Een verhoging van de rating betekent een lagere risico-opslag (=lagere rente) en dus hogere koers. In de obligatiewereld worden obligaties waarvan de rating wordt verlaagd een 'gevallen engel' (fallen angel) genoemd. Een obligatie waarvan de rating wordt verhoogd heet een 'rijzende ster' (rising star).

In een obligatieportefeuille wil je dus zo veel mogelijk rijzende sterren hebben en zo min mogelijk vallende engelen. Door de relatief lage schuld van opkomende landen in combinatie met een hogere groei, denken wij dat de index van staatsobligaties van opkomende landen veel toekomstige rijzende sterren herbergt. De meeste van deze landen zijn op dit moment laag investment grade. Andersom geredeneerd zien we meer kans op vallende engelen binnen ontwikkelde landen met een hoge schuld, weinig groei en met een dubbel A rating of hoger. Het zou ons niets verbazen als de ratings van de belangrijkste Amerikaanse agencies gaan bewegen richting de huidige ratings van Dagong Global. Daarom hebben wij relatief veel staatsobligaties van opkomende landen in portefeuille (die een hoge rente betalen) en maar weinig blootstelling naar staatsobligaties van ontwikkelde landen (die bijna geen rente opleveren). Zoals eerder gesteld houden we geen obligaties aan met een negatieve rente.

## Aanpassing aan de Valuedge App

In onze Valuedge App geven we een gedetailleerd overzicht van de samenstelling van de beleggingsportefeuilles. Traditioneel worden obligaties van opkomende landen als een aparte categorie aangemerkt ('Emerging Markets'). Wij zijn van mening dat dat niet langer nodig is. De toegenomen mondialisering en coördinatie tussen centrale banken leidt tot een meer homogene markt. Bovendien rechtvaardigen de schuldniveau's en kredietwaardigheid een betere vergelijking. We hebben daarom in de zomer besloten om obligaties voortaan voornamelijk onder te verdelen naar staats- of bedrijfsobligaties en naar investment grade of overig/High Yield (non-investment grade). In figuur 3 staat deze nieuwe verdeling vergeleken met de oude verdeling.

Oude verdeling	Nieuwe Verdeling
Government	Staats - Investment grade
Credit - Inv Grade	Staats - Overig
Credit - High Yield	Bedrijfs - Investment grade
Emerging markets	Bedrijfs - High Yield
Covered / Pfandbriefe	Covered
Municipal	Municipaal
Securitised / Mortgage	Hypotheken
Inflation Linked	Inflatie geïndexeerd
Other	Overig

Figuur 3: Oude en nieuwe verdeling obligaties in Valuedge App

## Tenslotte

De rente op de toonaangevende Duitse 10-jaars obligatie is de laatste dagen opgelopen van -0,10% naar +0,08% en staat nu op hetzelfde niveau als vlak voor het Britse referendum. Op het oog lijkt er dus weinig veranderd ten opzichte van de extreem lage (negatieve) rentestanden in figuur 2 van de vorige mailing. In dat opzicht begint er pas een klein beetje lucht uit de bubbel in risico-aversie te lopen. Over de zomer waren er echter al tekenen van toegenomen risicobereidheid. Aandelen presteerden beter dan obligaties en binnen de categorie aandelen leidden de regio's waar de meeste risico-aversie was (Europa, Japan). Ook is er sprake van zogenaamde sectorrotatie waar defensieve sectoren slechter hebben gepresteerd dan groeisectoren. Met een tweede renteverhoging van de Fed in zicht en de ECB en BoJ die afwachten, is het aannemelijk dat de rente verder gaat oplopen de komende maanden. Wij blijven dan ook van mening dat de rente het dieptepunt heeft gezien (net voor de vorige mailing). Wij hebben de cash in de portefeuilles aan het werk gezet in juli en zijn nog steeds gepositioneerd om te profiteren van een verder herstel van de risicobereidheid.

Met vriendelijke groet, Theo van den Berghe en Renco van Schie

[info@valuedge.nl](mailto:info@valuedge.nl) Planetenweg5 T. +31 23 556 3196  
[www.valuedge.nl](http://www.valuedge.nl) 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634