

(gecorrigeerd voor inflatie). Het maakt dat de jacht naar rendement in obligatieland steeds meer weg heeft van een zoektocht naar de uitgestorven dodo. Beleggers kunnen kiezen voor obligaties met langere looptijden, maar dat levert weinig extra rendement op. Zo is de rentevergoeding op een eenjarige obligatie van de Duitse overheid -0,1 procent. Bij een veel langere looptijd van tien en dertig jaar loopt de jaarlijkse vergoeding slechts op tot een half respectievelijk 1,4 procent. Dat is een bescheiden extraatje in de wetenschap dat de rentegevoeligheid van obligaties hoger wordt naar mate de looptijd langer wordt.

Een andere manier om met obligaties meer rendement op te strijken, is door op zoek te gaan naar leningen met een wat lagere kredietwaardigheid. Maar ook hier heeft de speurtocht naar extra opbrengst zijn werk gedaan. Zo is de kredietopslag van zogeheten investment grade obligaties (oordeel BBB of hoger) voor een obligatie die tien jaar loopt begin januari iets meer dan 0,7 procent. Het is de vraag of deze opslag opweegt tegen het hogere risico. *High yields* – obligaties met de laagste kredietrating, ook wel junk bonds – hebben nog altijd de hoogste opslag met meer dan 3 procent, maar mocht de economie tegensputteren, dan zullen hier rake klappen vallen. De bedrijven of overheden die deze schuld hebben, zullen in dit scenario als eerste in gebreke blijven.

Betekent dit dat een belegger helemaal niet in obligaties moet beleggen? Niet noodzakelijk. De rendementen op verhandelbare leningen dalen al sinds de jaren tachtig vrijwel onafgebroken. In de laatste jaren waarschuwen sommige strategen dat er tekenen zijn van bubbelvorming, maar ieder jaar blijft de rente verder dalen waardoor koersen blijven oplopen. Pas als het beleid van centrale bankiers overtuigend conservatiever wordt, zullen marktvorsers, eindelijk, hun gelijk halen.

## AMERIKAANSE AANDELEN

### Wanneer is de stier uitgehold?

De Amerikaanse aandelenmarkten blijven een onweerstaanbare aantrekkingskracht uitoefenen op beleggers. Na een vet rendement van bijna 35 procent in 2013 steeg de belangrijke Amerikaanse beursgraadmeter afgelopen jaar met 13,7 procent, met dank aan hogere bedrijfswinsten en een heropleving van de economie. Door de op-

gelopen Amerikaanse dollar is het rendement in euro's met ruim 29,5 procent nog imposanter.

Maar hoe lang blijft de Amerikaanse stier nog doorhollen? Als het aan de Amerikanen ligt nog een hele tijd. De verdrievoudiging van de S&P 500 sinds het dieptepunt van 2009 lijkt het Amerikaanse optimisme onberoerd te laten. Strategen geraadpleegd door beleggersmagazine *Barron's* verwachten een verdere stijging van de index tot 2208 (ongeveer 7 procent rendement), met een minimum van 2100 en een maximum van 2350.

Het verwachte rendement ligt, net als voorgaande jaren, iets hoger dan de verwachte gemiddelde winststijging van de bedrijven in de index van ongeveer 5 procent tot 128 dollar. Sceptische beleggers maken zich zorgen. De koers-winstverhouding van de S&P 500 loopt al vier jaar op en is met 17,5 niet laag meer te noemen (langjarig gemiddelde: ongeveer 16). Deze verhouding is ver verwijderd van de waarderingen op het hoogtepunt van de internetbubbel (30), maar laag kan deze niet meer genoemd worden. De stevige waardering in combinatie met het unanieme

Amerikaanse positivisme maakt de S&P kwetsbaar voor tegenvallers.

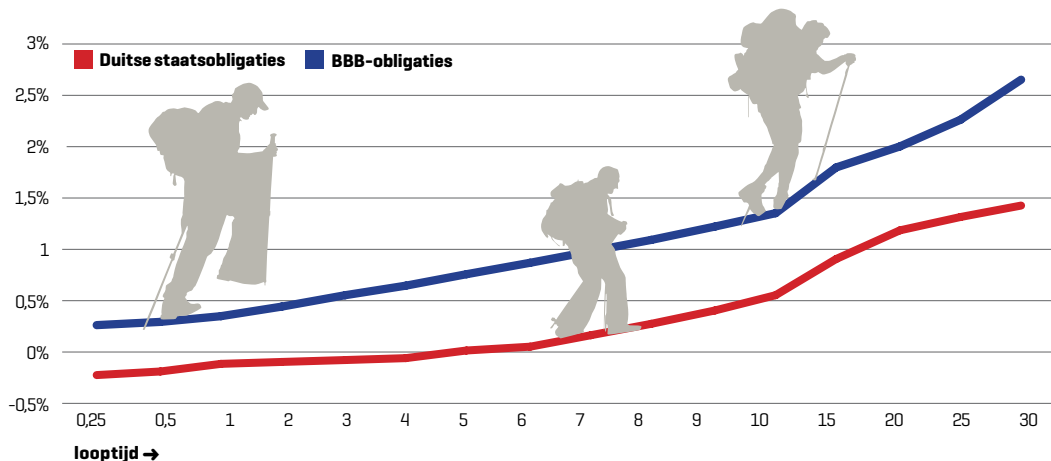
Hoewel de koers-winstverhoudingen aangeven dat de Amerikaanse beurs historisch gezien nog niet peperduur is, zwelt de scepsis aan. Dat heeft vooral te maken met de kwaliteit van de winsten, waarvan de groei voor een dempend effect van de koers-winstverhouding zorgt. De bedrijfswinsten per aandeel lijken niet te groeien door hogere omzetten, maar door aandeleninkopen. In plaats van kapitaal te investeren in groei wordt het gebruikt om het aantal uitstaande aandelen te verlagen zodat de winst over een beperkter aantal aandelen uitgesmeerd hoeft te worden.

Misschien nog relevanter voor beleggers is dat winstmarges in de VS zich wel op historisch hoog niveau bevinden. Het lijkt onvermijdelijk dat de marges zullen krimpen als de economie verder groeit en werknemers een groter deel van de koek opeisen in de vorm van hogere lonen. Ook zullen mogelijke renteverhogingen een deel van de winsten aanvreten in de vorm van onder meer hogere financieringslasten.

STRATEGEN  
WAARSCHUWEN  
AL JAREN VOOR  
BUBBELVORMING  
IN DE OBLIGATIE-  
MARKT, MAAR IEDER  
JAAR BLIJFT DE  
RENTE VERDER  
DALEN WAARDOOR  
KOERSEN BLIJVEN  
OPLOPEN

## De rentecurve: extra rendement valt moeilijk te behalen

Beleggers kunnen hun rendement opkrikken door obligaties met langere looptijden te nemen of te kiezen voor iets risicovollere varianten. De vraag is of het geringe additionele rendement opweegt tegen het extra risico.



\*Vastgesteld op basis van gegevens van dataleverancier Bloomberg.