

Dus, afgezien van waarderingsniveaus die vergelijkbaar zijn met die van begin 2003, heeft de aandelenmarkt het soms heel goed gedaan in de daaropvolgende 10 jaar, soms slecht, en de rest van de tijd verward. Ik denk dat Graham, ooit de conservatieve, het verschil zou verdelen tussen de laagste en hoogste rendementen uit het verleden en zou voorspellen dat aandelen de komende tien jaar ongeveer 6% per jaar zullen verdienen, of 4% na inflatie. (Interessant is dat die projectie overeenkomt met de schatting die we eerder kregen toen we de reële groei, inflatoire groei en speculatieve groei bij elkaar optelden.)

Vergeleken met de jaren negentig is 6% kippenvoer. Maar het is beter dan de winst die obligaties waarschijnlijk zullen opleveren - en reden genoeg voor de meeste beleggers om aandelen vast te houden als onderdeel van een gediversifieerde portefeuille.

Maar er zit een tweede les in Grahams benadering. Het enige waar u zeker van kunt zijn bij het voorspellen van toekomstige aandelenrendementen, is dat u waarschijnlijk ongelijk zult hebben. De enige onbetwistbare waarheid die het verleden ons leert, is dat de toekomst ons altijd zal verrassen - altijd!

En het uitvloeisel van die wet van de financiële geschiedenis is dat de markten juist de mensen zullen verrassen die er het meest zeker van zijn dat hun opvattingen over de toekomst juist zijn. Door nederig te blijven over uw voorspellingsvermogen, zoals Graham deed, voorkom je dat je te veel riskeert voor een toekomstbeeld dat wel eens verkeerd zou kunnen blijken te zijn.

Dus je moet in ieder geval je verwachtingen verlagen, maar pas op dat je je geest niet deprimeert. Voor de intelligente belegger komt hoop altijd eeuwig voort, omdat het zou moeten. Op de financiële markten geldt dat hoe slechter de toekomst eruitziet, hoe beter deze meestal blijkt te zijn. Een cynicus vertelde eens aan GK Chesterton, de Britse romanschrijver en essayist: "Gezegend is hij die niets verwacht, want hij zal niet teleurgesteld worden." Het antwoord van Chesterton? "Gezegend is hij die niets verwacht, want hij zal van alles genieten."

HOOFDSTUK 4

Algemeen portefeuillebeleid:

De defensieve belegger

De basiskennmerken van een beleggingsportefeuille worden meestal bepaald door de positie en kenmerken van de eigenaar of eigenaren. Aan het ene uiterste hebben we spaarbanken, levensverzekeringsmaatschappijen en zogenaamde juridische trustfondsen gehad. Een generatie geleden waren hun beleggingen in veel staten bij wet beperkt tot hoogwaardige obligaties en, in sommige gevallen, hoogwaardige preferente aandelen. Aan het andere uiterste hebben we de welgestelde en ervaren zakenman, die elke vorm van obligatie of aandeel in zijn effectenlijst zal opnemen, op voorwaarde dat hij het een aantrekkelijke aankoop vindt.

Het is een oud en gezond principe geweest dat degenen die het zich niet kunnen veroorloven om risico's te nemen genoeg moeten nemen met een relatief laag rendement op hun geïnvesteerde middelen. Hieruit is het algemene idee ontstaan dat het rendement dat de belegger moet nastreven min of meer evenredig is aan de mate van risico die hij bereid is te lopen. Onze visie is anders. Het nagestreefde rendement moet veeleer afhangen van de mate van intelligente inspanning die de belegger wil en kan leveren aan zijn taak. Het minimale rendement gaat naar onze passieve belegger, die zowel veiligheid als onbezorgdheid wil. Het maximale rendement zou worden behaald door de alerte en ondernemende belegger die maximale intelligentie en vaardigheid toepast. In 1965 voegden we eraan toe: "In veel gevallen is er minder reëel risico verbonden aan het kopen van een 'koopje' dat de kans op een grote winst biedt dan met een conventionele aankoop van obligaties die ongeveer 41 % oplevert." Deze stelling bevatte meer waarheid dan wij zelf vermoedden, aangezien in de jaren daarna zelfs de beste langlopende obligaties door de stijgende rente een substantieel deel van hun marktwaarde verloren.

Het basisprobleem van de toewijzing van obligaties

We hebben al in het kort het portefeuillebeleid van de defensieve belegger geschetst.* Hij moet zijn fondsen verdelen over hoogwaardige obligaties en hoogwaardige gewone aandelen.

We hebben als fundamentele richtlijn voorgesteld dat de belegger nooit minder dan 25% of meer dan 75% van zijn vermogen in gewone aandelen mag hebben, met als gevolg een omgekeerd bereik van tussen 75% en 25% in obligaties. Het impliceert hier dat de standaardverdeling gelijk moet zijn, of 50-50, tussen de twee belangrijkste investeringsmedia. Volgens de traditie zou de gegronde reden voor het verhogen van het percentage in gewone aandelen het verschijnen van de "koopjesprijis"-niveaus zijn die zijn gecreëerd in een langdurige berenmarkt. Omgekeerd zou een goede procedure vereisen dat de gewone aandelencomponent tot onder de 50% wordt teruggebracht wanneer naar het oordeel van de belegger het marktniveau gevaarlijk hoog is geworden.

Deze spreuken uit het schrift zijn altijd gemakkelijk uit te spreken en altijd moeilijk te volgen - omdat ze indruisen tegen die zeer menselijke natuur die die excessen van stieren- en berenmarkten veroorzaakt. Het is bijna een contradictio in terminis om als een haalbaar beleid voor de *gemiddelde* aandeelhouder te suggereren dat hij zijn bezit verlicht wanneer de markt voorbij een bepaald punt evolueert en ze aanvult na een overeenkomstige daling. Het is omdat de gemiddelde mens op een tegenovergestelde manier werkt, en blijkbaar moet werken, dat we de grote vooruitgang en ineenstorting van het verleden hebben gehad; en - deze schrijver gelooft - we zullen ze waarschijnlijk in de toekomst hebben.

Als de scheiding tussen investeringen en speculatieve operaties nu zo duidelijk was als vroeger, zouden we investeerders misschien kunnen zien als een slimme, ervaren groep die minder goed oplet, ongelukkige speculanten tegen hoge prijzen en van hen terugkopen tegen depressieve niveaus. Dit beeld kan in vroegere dagen enige waarheid hebben gehad, maar het is moeilijk te identificeren met de financiële ontwikkelingen sinds 1949. Er zijn geen aanwijzingen dat dergelijke professionele operaties als die van de onderlinge fondsen op deze manier zijn uitgevoerd. Het percentage van de portefeuille dat in aandelen wordt gehouden doc

* Zie Graham's "Conclusie" bij Hoofdstuk 2, p. 56-57.

twee belangrijke soorten fondsen - "gebalanceerd" en "gewone aandelen" - zijn van jaar tot jaar weinig veranderd. Hun verkoopactiviteiten hielden grotendeels verband met pogingen om over te schakelen van minder naar meer kansrijke posities.

Als, zoals we lang hebben geloofd, de aandelenmarkt het contact met zijn oude grenzen heeft verloren, en als er nog geen nieuwe zijn vastgesteld, dan kunnen we de belegger geen betrouwbare regels geven om zijn gewone aandelenbezit terug te brengen naar de 25 % minimum en bouw ze later opnieuw op tot het maximum van 75%. We kunnen erop aandringen dat de belegger in het algemeen niet meer dan de helft in aandelen mag hebben, tenzij hij een sterk vertrouwen heeft in de soliditeit van zijn aandelenpositie en er zeker van is dat hij een marktdaling van het type 1969-70 met gelijkmoedigheid kan zien. Het is voor ons moeilijk in te zien hoe zo'n sterk vertrouwen gerechtvaardigd kan worden op de niveaus die in het begin van 1972 bestonden. Daarom raden we op dit moment af om meer dan 50% toe te kennen aan gewone aandelen. Maar om aanvullende redenen is het bijna even moeilijk om een verlaging van het cijfer tot ver onder de 50% te adviseren, tenzij de belegger zich *zorgen* maakt over het huidige marktniveau en er ook genoeg mee zal nemen zijn deelname aan eventuele verdere oplopen tot, laten we zeggen, 25% van zijn totale vermogen.

We worden er dus toe gebracht om voor de meeste van onze lezers naar voren te komen wat een te vereenvoudigde 50-50-formule lijkt te zijn. Volgens dit plan is de leidende regel om zo goed als praktisch mogelijk een gelijke verdeling tussen obligaties en aandelen te behouden. Wanneer veranderingen in het marktniveau de gewone aandelencomponent hebben verhoogd tot pakweg 55%, zou het evenwicht worden hersteld door een elfde van de aandelenportefeuille te verkopen en de opbrengst over te hevelen naar obligaties. Omgekeerd zou een daling van het aandeel gewone aandelen tot 45% het gebruik van een elfde van het obligatiefonds vereisen om extra aandelen te kopen.

Yale University volgde een aantal jaren na 1937 een enigszins vergelijkbaar plan, maar het was gericht op een "normaal bezit" van 35% in gewone aandelen. In het begin van de jaren vijftig lijkt Yale echter zijn eens zo beroemde formule te hebben opgegeven en in 1969 had hij 61% van zijn portefeuille in aandelen (inclusief enkele converteerbare obligaties). (Destijds bezaten de schenkingsfondsen van 71 van dergelijke instellingen, in totaal \$ 7,6 miljard, 60,3% in gewone aandelen.) Het voorbeeld van Yale illustreert het bijna dodelijke effect van de grote marktopmars op de eens zo populaire *formule-benadering* van investeringen. Desalniettemin zijn we ervan overtuigd dat onze 50-50-versie van deze benadering zinvol is voor de

defensieve belegger. Het is uiterst eenvoudig; het gaat ontegensprekelijk in de goede richting; het geeft de volger het gevoel dat hij in ieder geval wat beweegt in reactie op marktontwikkelingen; het belangrijkste van alles is dat het hem ervan weerhoudt om steeds meer naar gewone aandelen te trekken naarmate de markt tot steeds gevaarlijkere hoogten stijgt.

Bovendien zal een echt conservatieve belegger tevreden zijn met de winst op de helft van zijn portefeuille in een stijgende markt, terwijl hij bij een ernstige daling veel troost kan putten uit de gedachte hoeveel beter hij af is dan veel van zijn meer ondernemende vrienden.

Hoewel onze voorgestelde 50-50-verdeling ongetwijfeld het eenvoudigste "programma voor alle doeleinden" is dat denkbaar is, zal het misschien niet het beste blijken te zijn in termen van behaalde resultaten. (Natuurlijk kan geen enkele mechanische of andere benadering worden ontwikkeld met enige zekerheid dat deze beter zal uitpakken dan een andere.) Het veel grotere inkomensrendement dat nu wordt geboden door goede obligaties dan door representatieve aandelen, is een krachtig argument om de obligatiecomponent te bevoordelen. De keuze van de belegger tussen 50% of een lager cijfer in aandelen kan vooral berusten op zijn eigen temperament en houding. Als hij kan optreden als een koelbloedige weger van de kansen, zou hij op dit moment waarschijnlijk de voorkeur geven aan de lage 25% aandelencomponent, met het idee om te wachten tot het DJIA-dividendrendement, laten we zeggen, tweederde van de obligatierendement voordat hij zijn mediane 50-50 verdeling tussen obligaties en aar

Uitgaande van 900 voor de DJIA en dividenden van \$ 36 op de eenheid, zou dit ofwel een daling van de belastbare obligatierendementen van 71 ½% tot ongeveer 5,5% vereisen zonder enige verandering in het huidige rendement op toonaangevende aandelen, of een daling van de DJIA tot zo laag als 660 als er geen daling van de obligatierendementen en geen stijging van de dividenden is. Een combinatie van tussentijdse veranderingen kan hetzelfde 'kooppunt' opleveren. Zo'n programma is niet bijzonder ingewikkeld; het moeilijkste is om het over te nemen en eraan vast te houden, om nog maar te zwijgen van de mogelijkheid dat het veel te conservatief zou blijken te zijn.

De obligatiecomponent

De keuze van de uitgaven in de obligatiecomponent van de portefeuille van de belegger zal zich richten op twee hoofdvragen: Moet hij belastbare of belastingvrije obligaties kopen, en moet hij kortere of langere looptijden kopen? De fiscale beslissing moet vooral een kwestie van rekenkunde zijn

metic, waardoor het verschil in rendement wordt ingeschakeld in vergelijking met de belastingschijf van de belegger. In januari 1972 was de keuze bij looptijden van 20 jaar tussen bijvoorbeeld 71 ½% op 'grade Aa'-bedrijfsobligaties en 5,3% op eerste klas belastingvrije uitgaven. (De term 'gemeenten' wordt in het algemeen toegepast op alle soorten belastingvrije obligaties, inclusief staatsobligaties.) Er was dus voor deze looptijd een inkomensverlies van ongeveer 30% bij de overgang van het zakelijke naar het gemeentelijke veld.

Als de belegger zich dus in een maximale belastingschijf van meer dan 30% zou bevinden, zou hij een nettobesparing na belastingen hebben door de gemeentelijke obligaties te kiezen; het tegenovergestelde, als zijn maximale belasting minder dan 30% was. Een alleenstaande begint een tarief van 30% te betalen wanneer zijn inkomen na aftrek meer dan \$ 10.000 bedraagt; voor een getrouwd stel is het tarief van toepassing wanneer het gecombineerde belastbare inkomen \$ 20.000 overschrijdt. Het is duidelijk dat een groot deel van de individuele beleggers een hoger rendement na belastingen zou halen uit goede gemeenten dan uit goede bedrijfsobligaties.

De keuze voor langere versus kortere looptijden brengt een heel andere vraag met zich mee, namelijk: wil de belegger zich verzekeren tegen een koersdaling van zijn obligaties, maar ten koste van (1) een lager jaarrendement en (2) verlies van de mogelijkheid van een aanzienlijke *winst* in hoofdsom? We denken dat het het beste is om deze vraag te bespreken in hoofdstuk 8, De fluctuaties van beleggers en markten.

Gedurende een periode van vele jaren in het verleden waren de enige verstandige aankopen van obligaties voor particulieren de spaaruitgaven in de VS. Hun veiligheid was - en is - onbetwist; ze gaven een hoger rendement dan andere obligatiebeleggingen van eerste kwaliteit; ze hadden een geld-terug-optie en andere privileges die hun aantrekkelijkheid enorm vergrootten. In onze eerdere edities hadden we een heel hoofdstuk met de titel 'Amerikaanse spaarobligaties: een zeggen voor investeerders'.

Zoals we zullen aangeven, bezitten Amerikaanse spaarobligaties nog steeds bepaalde unieke verdiensten waardoor ze een geschikte aankoop zijn voor elke individuele belegger. Voor de man met een bescheiden kapitaal - met, laten we zeggen, niet meer dan \$ 10.000 om in obligaties te steken - denken we dat ze nog steeds de gemakkelijkste en beste keuze zijn. Maar degenen met grotere fondsen kunnen andere media wenselijker vinden.

Laten we een paar belangrijke soorten obligaties opsommen die de aandacht van beleggers verdienen, en deze kort bespreken met betrekking tot de algemene beschrijving, veiligheid, opbrengst, marktprijs, risico, inkomstenbelastingstatus en andere kenmerken.

1. Amerikaanse kasbons, serie e en serie h. We zullen eerst hun belangrijke bepalingen samenvatten en dan kort de talrijke voordelen van deze unieke, aantrekkelijke en buitengewoon handige investeringen bespreken. De Series H-obligaties betalen halfjaarlijks rente, net als andere obligaties. Het tarief is 4,29% voor het eerste jaar, en daarna een vlakke 5,10% voor de volgende negen jaar tot de vervaldag. De rente op de Serie E-obligaties wordt niet uitbetaald, maar komt toe aan de houder door een verhoging van de aflossingswaarde. De obligaties worden verkocht tegen 75% van hun nominale waarde en verstrijken tegen 100% in 5 jaar en 10 maanden na aankoop.

Indien aangehouden tot einde looptijd komt het rendement uit op 5%, halfjaarlijks samengesteld. Indien eerder afgelost, stijgt het rendement van minimaal 4,01% in het eerste jaar naar gemiddeld 5,20% in de volgende 45 ½ jaar.

De rente op de obligaties is onderworpen aan federale inkomstenbelasting, maar is vrijgesteld van inkomstenbelasting. Federale inkomstenbelasting op de Serie E-obligaties kan echter naar keuze van de houder worden betaald, hetzij jaarlijks naarmate de rente toeneemt (door een hogere aflossingswaarde), of niet totdat de obligatie daadwerkelijk is verkocht.

Eigenaars van Series E-obligaties kunnen deze op elk moment (kort na aankoop) verzilveren tegen hun huidige aflossingswaarde. Houders van Series H-obligaties hebben vergelijkbare rechten om ze te verzilveren tegen nominale waarde (kostprijs). Serie E-obligaties zijn inwisselbaar voor Serie H-obligaties, met bepaalde belastingvoordelen. Obligaties die verloren, vernietigd of gestolen zijn, kunnen kosteloos worden vervangen. Er zijn beperkingen op jaarlijkse aankopen, maar liberale bepalingen voor mede-eigendom door familieleden maken het voor de meeste investeerders mogelijk om zoveel te kopen als ze zich kunnen veroorloven.

Opmerking: Er is geen andere investering die (1) absolute zekerheid van hoofdsom en rentebetalingen combineert, (2) het recht om op elk moment het volledige "geld terug" te eisen, en (3) een garantie van ten minste 5% rente voor ten minste tien jaar. Houders van eerdere uitgaven van Serie E-obligaties hebben het recht gehad om hun obligaties op de vervaldag te verlengen en zo door te gaan met het opbouwen van jaarlijkse waarden tegen steeds hogere tarieven. Het uitstel van betaling van de inkomstenbelasting over deze lange perioden heeft een groot dollarvoordeel opgeleverd; we berekenen dat het in typische gevallen het effectieve nettotarief na belastingen met maar liefst een derde heeft verhoogd. Omgekeerd heeft het recht om de obligaties tegen kostprijs of beter te verzilveren de kopers in vroegere jaren van lage rentevoeten volledige bescherming gegeven tegen de daling van de hoofdwaarde die veel obligatiebeleggers overkwam; anders gezegd, het gaf hen de mogelijkheid om te profiteren van de stijging van de rentetarieven door

hun laagrentende posities omwisselen voor uitgiften met zeer hoge coupons op een even-geldbasis.

Naar onze mening zullen de speciale voordelen die eigenaren van spaarobligaties nu genieten hun lagere lopende rendement in vergelijking met andere directe overheidsverplichtingen ruimschoots compenseren.

2. andere obligaties van de Verenigde Staten. Er bestaat een overvloed aan deze problemen, die een breed scala aan couponrentes en vervaldata dekken. Ze zijn allemaal volkomen veilig met betrekking tot de betaling van rente en hoofdsom. Ze zijn onderworpen aan federale inkomstenbelastingen, maar vrij van staatsinkomstenbelasting. Eind 1971 vertoonden de langetermijnuitgiften - over tien jaar - een gemiddeld rendement van 6,09%, tussentijdse emissies (drie tot vijf jaar) leverden 6,35% op en korte emissies leverden 6,03% op.

In 1970 was het mogelijk om een aantal oude uitgiften tegen hoge kortingen te kopen. Sommige hiervan worden tegen pari aanvaard bij de afwikkeling van successierechten. Voorbeeld: De US Treasury 31 $\frac{1}{2}$ s met vervaldag 1990 vallen in deze categorie; ze verkochten op 60 in 1970, maar sloten 1970 boven 77.

Het is ook interessant om op te merken dat de indirecte verplichtingen van de Amerikaanse overheid in veel gevallen aanzienlijk meer opleveren dan haar directe verplichtingen met dezelfde looptijd. Terwijl we schrijven, verschijnt een aanbod van 7,05% van "Certificaten volledig gegarandeerd door de minister van Transport van het ministerie van Transport van de Verenigde Staten." Het rendement was maar liefst 1% meer dan dat op directe verplichtingen van de VS, die in hetzelfde jaar (1986) afliepen. De certificaten zijn eigenlijk uitgegeven in naam van de Trustees of the Penn Central Transportation Co., maar ze werden verkocht op basis van een verklaring van de Amerikaanse procureur-generaal dat de garantie "een algemene verplichting van de Verenigde Staten in het leven roept, gesteund door zijn volledige vertrouwen en krediet." Een groot aantal van dit soort indirecte verplichtingen is in het verleden door de Amerikaanse regering op zich genomen, en ze zijn allemaal nauwgezet nagekomen.

De lezer vraagt zich misschien af waarom al deze hocus-pocus, met een ogenschijnlijk 'persoonlijke garantie' van onze minister van Transport en uiteindelijk hogere kosten voor de belastingbetaler. De voornaamste reden voor de indirecte beïnvloeding was de schuldlimiet die door het congres aan de overheid werd opgelegd. Blijkbaar worden garanties van de overheid niet beschouwd als schulden - een semantische meevaller voor slimme investeerders. Misschien was de belangrijkste impact van deze situatie de creatie van belastingvrije obligaties van de Housing Authority, genietend van

het equivalent van een Amerikaanse garantie, en vrijwel de enige belastingvrije uitgiften die gelijkwaardig zijn aan staatsobligaties. Een ander type door de overheid gesteunde uitgiften zijn de recent gecreëerde New Community Debentures, die in september 1971 werden aangeboden om 7,60% op te brengen.

3. staats- en gemeenteobligaties. Deze genieten vrijstelling van federale inkomstenbelasting. Ze zijn gewoonlijk ook vrij van inkomstenbelasting in de staat van uitgifte, maar niet elders. Het zijn ofwel directe verplichtingen van een staat of onderdeel, ofwel 'inkomstenobligaties' die afhankelijk zijn van rentebetalingen op ontvangsten van een tolgeweg, brug, pachtovereenkomst, enz. Niet alle belastingvrije obligaties zijn sterk genoeg beschermd om hun aankoop te rechtvaardigen door een defensieve belegger. Hij kan zich bij zijn selectie laten leiden door de rating die Moody's of Standard & Poor's aan elke uitgifte geeft. Een van de drie hoogste beoordelingen van beide diensten - Aaa (AAA), Aa (AA) of A - zou een voldoende indicatie moeten zijn van voldoende veiligheid. Het rendement op deze obligaties varieert zowel met de kwaliteit als met de looptijd, waarbij de kortere looptijden een lager rendement opleveren. Eind 1971 waren de emissies die vertegenwoordigd waren in de gemeentelijke obligatie-index van Standard & Poor's gemiddeld Aa in kwaliteitsrating, 20 jaar looptijd en 5,78% in rendement. Een typisch aanbod van obligaties uit Vineland, NJ, met een rating van Aa voor A en een rendement van slechts 3% op de eenjarige looptijd, oplopend tot 5,8% tegen de looptijden van 1995 en 1996.1

4. bedrijfsobligaties. Deze obligaties zijn onderworpen aan zowel federale als staatsbelasting. Begin 1972 brachten die van de hoogste kwaliteit 7,19% op bij een looptijd van 25 jaar, zoals blijkt uit het gepubliceerde rendement van de Moody's Aaa-index voor bedrijfsobligaties. De zogenaamde lagere tot middelgrote uitgiften, met een Baa-rating, renden 8,23% op voor lange looptijden. In elke categorie zouden emissies op kortere termijn iets minder opleveren dan verplichtingen op langere termijn.

Opmerking. Bovenstaande samenvattingen geven aan dat de gemiddelde belegger verschillende keuzes heeft uit hoogwaardige obligaties. Degenen met een hoge inkomstenbelasting kunnen ongetwijfeld een beter netto-rendement halen uit goede belastingvrije uitgiften dan uit belastbare. Voor anderen lijkt de bandbreedte van het belastbare rendement begin 1972 te variëren van 5,00% op Amerikaanse spaarobligaties, met hun speciale opties, tot ongeveer 71 ½% op hoogwaardige bedrijfsobligaties.

Beleggingen in hoger renderende obligaties

Door in te leveren op kwaliteit kan een belegger een hoger inkomen behalen terugkeer van zijn obligaties. Lange ervaring heeft aangetoond dat de gewone belegger is verstandiger om weg te blijven van zo'n hoog rendement obligaties. Hoewel ze over het geheel genomen misschien wat beter uitkomen in termen van algemeen rendement dan de problemen van eerste kwaliteit, zijn ze stel de eigenaar bloot aan te veel individuele risico's van ongunstige ontwikkelingen, variërend van verontrustende prijsdalingen tot daadwerkelijke wanbetaling. (Het is waar dat koopkansen vrij vaak voorkomen in obligaties van lagere kwaliteit, maar deze vereisen speciale studie en vaardigheid om te benutten) met succes.)*

Misschien moeten we hier nog aan toevoegen dat de limieten die door het Congres zijn opgelegd aan directe obligatie-emissies van de Verenigde Staten hebben geleid tot ten minste twee soorten "koopjes" voor investeerders bij de aankoop van door de overheid gesteunde verplichtingen. Een wordt geleverd door de belastingvrije "Nieuwe huisvesting" problemen, en de andere door de onlangs gecreëerde (belastbare) "Nieuwe Gemeenschapsobligaties." een offer van De uitgifte van nieuwe huisvesting in juli 1971 leverde maar liefst 5,8% op, vrij van zowel federale als staatsbelastingen, terwijl een uitgifte van (belastbare) New Communautaire obligaties verkocht in september 1971 7,60% opleverde. Beide verplichtingen hebben het "volledige vertrouwen en de eer" van de Verenigde Staten regering achter zich en zijn dus zonder meer veilig. En - op nettobasis - leveren ze aanzienlijk meer op dan gewoon Amerikaanse obligaties.

* Grahams bezwaar tegen hoogrentende obligaties wordt tegenwoordig verzacht door de wijdverbreide beschikbaarheid van beleggingsfondsen die het risico spreiden en het onderzoek doen van het bezitten van "junk bonds". Zie het commentaar op hoofdstuk 6 voor meer details.

† De obligaties "Nieuwe huisvesting" en "Nieuwe gemeenschapsobligaties" zijn nu meer. Nieuwe obligaties van de Housing Authority werden ondersteund door het Amerikaanse ministerie van Huisvesting en Stedelijke Ontwikkeling (HUD) en waren vrijgesteld van inkomensbelasting, maar ze zijn sinds 1974 niet meer uitgegeven. Nieuwe communautaire obligaties, ook ondersteund door HUD, werden geautoriseerd door een federale wet die in 1968 werd aangenomen. Ongeveer \$ 350 miljoen van deze obligaties werden uitgegeven tot en met 1975, maar de programma werd beëindigd in 1983.

Spaardeposito's in plaats van obligaties

Een belegger kan nu uit een spaardeposito bij een handels- of spaarbank (of uit een bankdepositocertificaat) een even hoge rente halen als hij kan uit een eersteklas obligatie met een korte looptijd. De rente op bankspaarrekeningen kan in de toekomst lager worden, maar onder de huidige omstandigheden zijn ze een geschikte vervanging voor beleggingen in kortlopende obligaties door het individu.

Converteerbare problemen

Deze worden besproken in hoofdstuk 16. De prijsvariabiliteit van obligaties in het algemeen wordt behandeld in hoofdstuk 8, De beleggers- en marktschommelingen.

Oproepbepalingen

In vorige edities hadden we het vrij lang over dit aspect van obligatiefinanciering, omdat het om een ernstige maar weinig opgemerkte onrechtvaardigheid voor de belegger ging. In het typische geval waren obligaties vrij snel na uitgifte opvraagbaar en tegen bescheiden premies - zeg 5% - boven de uitgifteprijs. Dit betekende dat de belegger tijdens een periode van grote schommelingen in de onderliggende rentetarieven de volle last van ongunstige veranderingen moest dragen en verstoken was van alles behalve een magere deelname aan gunstige veranderingen.

Voorbeeld: Ons standaardvoorbeeld is de uitgifte van American Gas & Electric 100-jaar 5% obligaties, verkocht aan het publiek tegen 101 in 1928. Vier jaar later, onder bijna paniekerige omstandigheden, daalde de prijs van deze goede obligaties tot 62½, met een opbrengst van 8%. Tegen 1946, in een grote ommekeer, konden obligaties van dit type worden verkocht met een opbrengst van slechts 3%, en de uitgifte van 5% had op bijna 160 moeten staan. Maar op dat moment maakte het bedrijf gebruik van de call-voorziening en loste het af. de kwestie op slechts 106.

De call-functie in deze obligatiecontracten was een nauwelijks verholde instantie van "kopjes die ik win, winst die je verliest." Eindelijk weigerden de instellingen voor het kopen van obligaties deze oneerlijke regeling te accepteren; de afgelopen jaren zijn de meeste langlopende uitgaven van hoge coupons gedurende tien jaar of langer na uitgifte beschermd tegen aflossing. Dit beperkt nog steeds hun mogelijke prijsstijging, maar niet onbillijk.

Praktisch gezien adviseren wij de belegger in langetermijnkwesties om een klein bedrag op te offeren om de zekerheid van niet-opvraagbaarheid te verkrijgen, laten we zeggen voor 20 of 25 jaar. Evenzo is er een voordeel bij het kopen van een obligatie met een lage coupon* tegen een korting in plaats van een obligatie met een hoge coupon die ongeveer gelijk wordt verkocht en over een paar jaar opvraagbaar is. De korting, bijvoorbeeld van een obligatie van 31 ½% tegen 631 ½%, met een opbrengst van 7,85%, biedt volledige bescherming tegen ongunstige call-acties.

Rechte (dwz niet-converteerbare) preferente aandelen

Wat betreft preferente aandelen moeten hier enkele algemene opmerkingen worden gemaakt. Echt goede preferente aandelen kunnen en zullen bestaan, maar ze zijn goed ondanks hun beleggingsvorm, die inherent slecht is. De typische preferente aandeelhouder is voor zijn veiligheid afhankelijk van het vermogen en de wens van het bedrijf om dividend uit te keren op zijn *gewone aandelen*. Zodra de gemeenschappelijke dividenden zijn weggelaten, of zelfs in gevaar komen, wordt zijn eigen positie precair, want de bestuurders zijn niet verplicht hem te blijven betalen, tenzij zij ook op de gemene uitkering betalen. Aan de andere kant dragen de typische preferente aandelen geen aandeel in de winst van het bedrijf buiten het vaste dividendpercentage. Zo mist de preferente houder zowel de rechtsvordering van de obligatiehouder (of schuldeiser) als de winstmogelijkheden van een gewone aandeelhouder (of partner).

Deze zwakke punten in de juridische positie van preferente aandelen komen vaak naar voren in perioden van depressie. Slechts een klein percentage van alle preferente kwesties is zo sterk verankerd dat het een onbetwistbare investeringsstatus behoudt door alle perikelen. De ervaring leert dat de tijd om preferente aandelen te kopen is wanneer hun prijs onnodig wordt gedrukt door tijdelijke tegenspoed. (Op zulke momenten kunnen ze zeer geschikt zijn voor de agressieve belegger, maar te onconventioneel voor de defensieve belegger.)

Met andere woorden, ze moeten tegen een koopje worden gekocht of helemaal niet. We zullen later verwijzen naar converteerbare en soortgelijke bevoorrechte uitgaven, die enkele speciale winstmogelijkheden met zich meebrengen. Deze worden normaal gesproken niet geselecteerd voor een conservatieve portefeuille.

Nog een bijzonderheid in de algemene positie van preferente aandelen

* De "coupon" van een obligatie is de rentevoet; een "low-coupon" obligatie betaalt een rente-inkomen dat onder het marktgemiddelde ligt.

verdient vermelding. Ze hebben een veel betere fiscale status voor kopers van ondernemingen dan voor individuele beleggers. Bedrijven betalen inkomen belasting op slechts 15% van het inkomen dat zij aan dividenden ontvangen, maar op de volledige bedrag van hun gewone rente-inkomsten. Aangezien het bedrijfstarief van 1972 48% is, betekent dit dat \$ 100 als preferente aandelen wordt ontvangen dividenden wordt slechts \$ 7,20 belast, terwijl \$ 100 ontvangen als obligatierente \$ 48 wordt belast. Aan de andere kant betalen individuele beleggers precies dezelfde belasting op beleggingen in preferente aandelen als op obligaties rente, met uitzondering van een recente kleine vrijstelling. Dus, in strikte logica, alle preferente aandelen van beleggingskwaliteit moeten door bedrijven worden gekocht, net zoals alle belastingvrije obligaties door beleggers moeten worden gekocht die inkomstenbelasting betalen.*

Beveiligingsformulieren

De obligatievorm en de preferente aandelenform, zoals tot nu toe besproken, zijn goed begrepen en relatief eenvoudige zaken. Een obligatiehouder heeft recht op een vaste rente en betaling van de hoofdsom op een bepaalde datum. De eigenaar van een preferente voorraad heeft recht op een vast dividend, en niet meer, dat vóór enig gemeenschappelijk dividend moet worden betaald. Zijn hoofdsom is niet verschuldigd op een bepaalde datum. (Het dividend kan cumulatief of niet-cumulatief zijn. He wel of geen stem hebben.)

Het bovenstaande beschrijft de standaardbepalingen en ongetwijfeld de meerderheid van de obligatie- en preferente uitgaven, maar er zijn ontelbare afwijkingen van deze formulieren. De bekendste typen zijn cabrio's en soortgelijke uitgaven, en inkomensobligaties. In het laatste type, rente hoeft niet te worden betaald, tenzij het door het bedrijf wordt verdiend. (Onbetaalde rente kan zich ophopen als een last voor toekomstige inkomsten, maar de periode is vaak beperkt tot drie jaar.)

Inkomensobligaties zouden veel meer door bedrijven moeten worden gebruikt

* Hoewel de logica van Graham geldig blijft, zijn de cijfers veranderd. Bedrijven kunnen momenteel 70% van de inkomsten die ze ontvangen aftrekken van dividenden, en het standaard vennootschapsbelastingtarief is 35%. Zo zou een bedrijf betalen ongeveer \$ 24,50 aan belasting op \$ 100 aan dividenden van preferente aandelen versus \$ 35 aan belasting op \$ 100 aan rente-inkomsten. Particulieren betalen hetzelfde tarief van inkomstenbelasting op dividendinkomsten die ze doen op rente-inkomsten, dus bij voorkeur aandelen bieden hen geen belastingvoordeel.

uitgebreid dan ze zijn. Hun vermindering komt blijkbaar voort uit een louter toeval van de economische geschiedenis, namelijk dat zij de eersten waren in hoeveelheid tewerkgesteld in verband met spoorwegreorganisaties, en daarom zijn ze vanaf het begin in verband gebracht met financiële zwakte en een slechte investeringsstatus. Maar de vorm zelf heeft een aantal praktische voordelen, vooral in vergelijking met en in vervanging van de talrijke (converteerbare) preferente aandelen van de afgelopen jaren. Belangrijkste hiervan is de aftrekbaarheid van de rente betaald uit het belastbaar inkomen van het bedrijf, wat in feite de kosten van die vorm van kapitaal gehalveerd. Vanuit het standpunt van de belegger is het is in de meeste gevallen waarschijnlijk het beste voor hem dat hij (1) een onvoorwaardelijk recht om rentebetalingen te ontvangen *wanneer ze zijn verdiend* door het bedrijf, en (2) een recht op *andere* vormen van bescherming dan een faillissementsprocedure als de rente niet wordt verdiend en betaald. De inkomensvoorwaarden obligaties kunnen worden aangepast aan het voordeel van zowel de lener als de geldschieter op de manier die het beste bij beide past.

(Conversierechten kunnen natuurlijk worden opgenomen.) De acceptatie door iedereen van de inherent zwakke vorm van preferente aandelen en de afwijzing van de sterkere vorm van inkomensobligaties is een fascinerende illustratie van de manier waarop traditionele instellingen en gewoonten hebben vaak de neiging om op Wall Street aan te houden ondanks nieuwe omstandigheden die bellen voor een frisse blik. Met elke nieuwe golf van optimisme of pessimisme zijn we klaar om de geschiedenis en beproefde principes achter ons te laten, maar we houden hardnekkig en onvoorwaardelijk vast aan onze vooroordelen.

COMMENTAAR OP HOOFDSTUK 4

Als je het aan het toeval overlaat, heb je ineens geen geluk meer.

—Basketbalcoach Pat Riley

Hoe agressief moet uw portefeuille zijn?

Dat, zegt Graham, hangt minder af van wat voor soort investeringen je bezit dan van wat voor soort belegger je bent. Er zijn twee manieren om een intelligente belegger te zijn:

- door het continu onderzoeken, selecteren en monitoren van een dynamiek mix van aandelen, obligaties of beleggingsfondsen;
- of door een permanent portfolio te creëren dat op de automatische piloot draait en geen verdere inspanning vereist (maar weinig opwindend genereert).

Graham noemt de eerste benadering "actief" of "ondernemend"; het kost veel tijd en veel energie. De "passieve" of "defensieve" strategie kost weinig tijd of moeite, maar vereist een bijna ascetische onthechting van het verleidelijke tumult van de markt. Zoals de investeringsdenker Charles Ellis heeft uitgelegd, is de ondernemende benadering fysiek en intellectueel belastend, terwijl de defensieve benadering emotioneel veeleisend is.¹ Als je tijd over hebt, zeer competitief bent, denkt als een sportfan en geniet van een gecompliceerde intellectuele uitdaging, dan de actieve

¹ Voor meer over het onderscheid tussen fysiek en intellectueel moeilijk beleggen enerzijds en emotioneel moeilijk beleggen anderzijds, zie hoofdstuk 8 en ook Charles D. Ellis, "Three Ways to Succeed as an Investor", in Charles D. Ellis en James R. Vertin, eds., *The Investor's Anthology* (John Wiley & Sons, 1997), p. 72.

aanpak is iets voor jou. Als je je altijd gehaast voelt, hunkert naar eenvoud en niet graag aan geld denkt, dan is de passieve benadering iets voor jou. (Sommige mensen voelen zich het meest op hun gemak bij het combineren van beide methoden: een portfolio creëren dat voornamelijk actief en gedeeltelijk passief is, of omgekeerd.)

Beide benaderingen zijn even intelligent, en u kunt met beide succesvol zijn, maar alleen als u uzelf goed genoeg kent om de juiste te kiezen, u hieraan houdt gedurende uw hele beleggingsleven en uw kosten en emoties onder controle houdt. Grahams onderscheid tussen actieve en passieve investeerders herinnert hem er nog eens aan dat financiële risico's niet alleen liggen waar de meesten van ons ernaar zoeken - in de economie of in onze beleggingen - maar ook in onszelf.

KUNT U MOEDIG ZIJN, OF ZULT U GRAAG KOMEN?

Hoe moet een defensieve belegger dan beginnen? De eerste en meest elementaire beslissing is hoeveel in aandelen en hoeveel in obligaties en contanten. (Merk op dat Graham deze discussie met opzet na zijn hoofdstuk over inflatie plaatst, zodat u weet dat inflatie een van uw ergste vijanden is.)

Het meest opvallende aan Grahams bespreking van hoe u uw vermogen tussen aandelen en obligaties kunt verdelen, is dat hij nooit het woord 'leeftijd' noemt. Dat zet zijn advies sterk af tegen de wind van conventionele wijsheid - die stelt dat hoeveel beleggingsrisico je moet nemen voornamelijk afhangt van hoe oud je bent.² Een traditionele vuistregel was om je leeftijd van 100 af te trekken en dat percentage van uw vermogen in aandelen, de rest in obligaties of contanten. (Een 28-jarige zou 72% van haar geld in aandelen beleggen; een 81-jarige zou daar slechts 19% in stoppen.) Zoals al het andere, raakten deze veronderstellingen eind jaren negentig oververhit. In 1999 beweerde een populair boek dat als je jonger was dan 30, je 95% van je geld in aandelen zou moeten stoppen, zelfs als je maar een "gematigde" risicotolerantie had!³

² Een recente Google-zoekopdracht naar de term 'leeftijd en vermogenstoewijzing' leverde meer dan 30.000 online referenties op.

³ James K. Glassman en Kevin A. Hassett, Dow 36.000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market (Times Business, 1999), p. 250.

Tenzij je de voorstanders van dit advies hebt toegestaan 100 van je IQ af te trekken, zou je moeten kunnen zien dat hier iets mis is. Waarom zou uw leeftijd bepalen hoeveel risico u kunt nemen?

Een 89-jarige met \$ 3 miljoen, een ruim pensioen en een stel kleinkinderen zou dwaas zijn om het grootste deel van haar geld in obligaties te stoppen.

Ze heeft al genoeg inkomen en haar kleinkinderen (die uiteindelijk haar aandelen zullen erven) hebben nog tientallen jaren van investeren voor de boeg. Aan de andere kant zou een 25-jarige die aan het sparen is voor zijn huwelijk en een aanbetaling van een huis, gek zijn om al zijn geld in aandelen te stoppen. Als de aandelenmarkt een Acapulco-hoge duik maakt, zal hij geen obligatie-inkomsten hebben om zijn nadeel - of zijn achterkant - te dekken.

Wat meer is, hoe jong je ook bent, het kan zijn dat je plotseling je geld uit aandelen moet rukken, niet over 40 jaar, maar over 40 minuten. Zonder enige waarschuwing zou je je baan kunnen verliezen, gaan scheiden, invalide worden, of wie weet wat voor verrassingen er nog meer voor je zijn. Het onverwachte kan iedereen treffen, op elke leeftijd. Iedereen moet wat activa in de risicoloze haven van contant geld houden.

Ten slotte stoppen veel mensen met beleggen juist omdat de aandelenmarkt naar beneden gaat. Psychologen hebben aangetoond dat de meesten van ons vandaag de dag heel slecht kunnen voorspellen hoe we ons in de toekomst zullen voelen bij een emotioneel geladen gebeurtenis.⁴ Wanneer aandelen met 15% of 20% per jaar stijgen, zoals in de jaren tachtig en negentig, is het gemakkelijk voor te stellen dat u en uw aandelen voor het leven getrouwd zijn. Maar als je ziet dat elke dollar die je hebt geïnvesteerd tot een dubbeltje wordt gedomineerd, is het moeilijk om weerstand te bieden aan een reddingsoperatie in de 'veiligheid' van obligaties en contanten. In plaats van hun aandelen te kopen en te houden, kopen veel mensen uiteindelijk hoog, verkopen ze laag en houden ze niets anders dan hun eigen hoofd in hun handen. Omdat zo weinig beleggers het lef hebben om zich vast te klampen aan aandelen in een dalende markt, dringt Graham erop aan dat iedereen minimaal 25% in obligaties aanhoudt. Dat kussen, zo stelt hij, geeft je de moed om de rest van je geld in aandelen te houden, zelfs als aandelen stinken.

Om een beter idee te krijgen van hoeveel risico u kunt nemen, moet u nadenken over de fundamentele omstandigheden van uw leven, wanneer ze zullen optreden, wanneer ze kunnen veranderen en hoe ze uw behoefte aan contant geld waarschijnlijk zullen beïnvloeden:

4 Zie voor een fascinerend essay over dit psychologische fenomeen Daniel Gilbert en Timothy Wilson's "Miswanting", op [www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&Wilson\(Miswanting\).pdf](http://www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&Wilson(Miswanting).pdf).

- Ben je alleenstaand of getrouwd? Wat doet uw echtgenoot of partner? voor de kost?
- Krijgt of krijgt u kinderen? Wanneer komen de collegegeldrekeningen? huis?
- Ga je geld erven of ben je financieel verantwoordelijk voor ouder wordende, zieke ouders?
 - Welke factoren kunnen uw carrière schaden? (Als u voor een bank of een huizenbouwer werkt, kan een stijging van de rentetarieven u werkloos maken. Als u voor een chemische fabrikant werkt, kan de stijgende olieprijs slecht nieuws zijn.)
- Als u een zelfstandige bent, hoe lang overleven bedrijven die vergelijkbaar zijn met die van u over het algemeen?
- Heeft u uw beleggingen nodig als aanvulling op uw contante inkomen?
(Over het algemeen zullen obligaties dat wel doen, aandelen niet.)
- Gezien uw salaris en uw bestedingsbehoeften, hoeveel geld? kunt u het zich veroorloven om te verliezen op uw beleggingen?

Als u, na deze factoren in overweging te hebben genomen, denkt dat u de hogere risico's kunt nemen die inherent zijn aan een groter bezit van aandelen, dan hoort u bij Graham's minimum van 25% in obligaties of contanten. Zo niet, blijf dan vooral uit de buurt van aandelen, en ga richting Graham's maximum van 75% in obligaties of contanten. (Om erachter te komen of je tot 100% kunt gaan, zie de zijbalk op p. 105.)

Zodra u deze streefpercentages heeft ingesteld, wijzigt u ze alleen als uw levensomstandigheden veranderen. Koop geen aandelen meer omdat de aandelenmarkt is gestegen; verkoop ze niet omdat het is gedaald. De kern van Grahams benadering is om giswerk te vervangen door discipline. Gelukkig is het via uw 401(k) eenvoudig om uw portfolio permanent op de automatische piloot te zetten. Stel dat u zich op uw gemak voelt met een redelijk hoog risiconiveau, bijvoorbeeld 70% van uw vermogen in aandelen en 30% in obligaties. Als de aandelenmarkt 25% stijgt (maar de obligaties stabiel blijven), heeft u nu iets minder dan 75% in aandelen en slechts 25% in obligaties.⁵ Bezoek de website van uw 401(k) (of bel het gratis nummer) en verkoop genoeg van uw aandelenfondsen om terug te "herbalanceren" naar uw 70-30-doel. De sleutel is om het evenwicht te herstellen volgens een voorspelbaar, geduldig schema - niet zo vaak dat u dat zult doen

⁵ Eenvoudigheidshalve wordt in dit voorbeeld aangenomen dat de voorraden ogenblikkelijk stegen.

WAAROM GEEN 100% VOORRADEN?

Graham adviseert u om nooit meer dan 75% van uw totale vermogen in aandelen te hebben. Maar is het voor iedereen af te raden om al je geld in de aandelenmarkt te steken? Voor een kleine minderheid van de beleggers kan een 100% aandelenportefeuille zinvol zijn. Jij bent een van hen als je:

- genoeg geld opzij hebben gezet om uw gezin te onderhouden voor tenminste een jaar
- zal de komende 20 jaar gestaag investeren
- de bearmarkt die begon in 2000 overleefde
- geen aandelen verkocht tijdens de bearmarkt die begon in 2000
- meer aandelen kocht tijdens de bearmarkt die begon in 2000
- hoofdstuk 8 in dit boek hebben gelezen en een formeel plan hebben geïmplementeerd om uw eigen beleggingsgedrag te beheersen.

Tenzij u eerlijk al deze tests kunt doorstaan, hoeft u niet al uw geld in aandelen te stoppen. Iedereen die in de laatste bearmarkt in paniek raakte, zal in de volgende in paniek raken - en zal spijt hebben dat hij geen kussen van contanten en obligaties heeft.

maak jezelf gek, en niet zo zelden dat je doelwitten uit balans raken. Ik stel voor dat je om de zes maanden je balans opmaakt, niet meer en niet minder, op gemakkelijk te onthouden data zoals Nieuwjaar en 4 juli.

Het mooie van deze periodieke herbalancering is dat het je dwingt om je investeringsbeslissingen te baseren op een eenvoudige, objectieve standaard - bezit ik nu meer van dit bezit dan mijn plan vereist? - in plaats van het pure giswerk van waar de rentetarieven naartoe gaan of of je denkt dat de Dow op het punt staat dood neer te vallen. Sommige beleggingsfondsen, waaronder T. Rowe Price, kunnen binnenkort diensten introduceren die uw 401(k)-portefeuille automatisch opnieuw in evenwicht brengen met uw vooraf ingestelde doelen, zodat u nooit een actieve beslissing hoeft te nemen.

DE INS EN OUTS VAN INKOMEN INVESTEREN

In de tijd van Graham stonden obligatiebeleggers voor twee fundamentele keuzes: belastbaar of belastingvrij? Korte of lange termijn? Vandaag is er een derde: obligaties of obligatiefondsen?

Belastbaar of belastingvrij? Tenzij u zich in de laagste belastingsschijf6 bevindt, moet u buiten uw pensioenrekeningen alleen belastingvrije (gemeentelijke) obligaties kopen. Anders komt te veel van uw obligatie-inkomsten in handen van de IRS. De enige plaats om belastbare obligaties te bezitten is binnen uw 401(k) of een andere beschermde rekening, waar u geen actuele belasting over hun inkomen verschuldigd bent - en waar gemeentelijke obligaties geen plaats hebben, aangezien hun belastingvoordeel verloren gaat.⁷ Korte termijn of lange termijn? Obligaties en rentetarieven wankelen aan weerszijden van een wip: als de rente stijgt, dalen de obligatiekoersen, hoewel een kortlopende obligatie veel minder daalt dan een langlopende obligatie. Aan de andere kant, als de rente daalt, stijgen de obligatiekoersen - en een langlopende obligatie zal beter presteren dan kortere.⁸ U kunt het verschil eenvoudig splitsen

6 Voor het belastingjaar 2003 is de onderste federale belastingsschijf voor alleenstaanden die minder dan \$ 28.400 verdienen of gehuwden (die gezamenlijk indienen) die minder dan \$ 47.450 verdienen.

7 Op www.investinginbonds.com/cgi-bin/calculator.pl en www.lebenthal.com/index_infocenter.html. Om te beslissen of een 'muni' geschikt voor u is, zoekt u het 'belastbare equivalent rendement' dat door deze rekenmachines wordt gegenereerd en vergelijkt u dat getal met het rendement dat momenteel beschikbaar is op staatsobligaties (<http://money.cnn.com/markets/bondcenter/> of www.bloomberg.com/markets/C13.html). Als het rendement op staatsobligaties hoger is dan het belastbare equivalent rendement, zijn muni's niets voor u. Wees in ieder geval gewaarschuwd dat gemeentelijke obligaties en fondsen lagere inkomsten en meer prijschommelingen opleveren dan de meeste belastbare obligaties. Ook kan de alternatieve minimumbelasting, die nu veel Amerikanen met een gemiddeld inkomen treft, de voordelen van gemeentelijke obligaties tenietdoen.

8 Voor een uitstekende introductie tot beleggen in obligaties, zie <http://flagship.vanguard.com/web/planret/AdvicePTIBInvestmentsInvestingInBonds.html#InterestRates>. Voor een nog eenvoudiger uitleg van obligaties, zie <http://money.cnn.com/pf/101/lessen/7/>. Een "laddered" portefeuille, met obligaties in verschillende looptijden, is een andere manier om het renterisico af te dekken.

door obligaties met een middellange looptijd te kopen die over vijf tot tien jaar aflopen - die niet omhoog schieten als hun kant van de wip omhoog gaat, maar ook niet met een klap tegen de grond slaan. Voor de meeste beleggers zijn tussentijdse obligaties de eenvoudigste keuze, omdat ze u in staat stellen om uit het spel te komen van raden wat de rentetarieven zullen doen.

Obligaties of obligatiefondsen? Aangezien obligaties over het algemeen worden verkocht in loten van \$ 10.000 en u een absoluut minimum van 10 obligaties nodig hebt om het risico te diversifiëren dat een van hen failliet gaat, heeft het geen zin om individuele obligaties te kopen, tenzij u ten minste \$ 100.000 hebt om te beleggen. (De enige uitzondering zijn obligaties die zijn uitgegeven door het Amerikaanse ministerie van Financiën, aangezien ze door de volledige macht van de Amerikaanse regering tegen wanbetaling worden beschermd.)

Obligatoriefondsen bieden goedkope en gemakkelijke diversificatie, samen met het gemak van maandelijks inkomsten, die u direct weer in het fonds kunt herbeleggen tegen de huidige koersen zonder commissie te betalen. Voor de meeste beleggers verslaan obligatiefondsen de individuele obligaties zonder meer (de belangrijkste uitzonderingen zijn schatkistpapier en sommige gemeentelijke obligaties). Grote bedrijven zoals Vanguard, Fidelity, Schwab en T. Rowe Price bieden een breed scala aan obligatiefondsen tegen lage kosten.⁹

De keuzes voor obligatiebeleggers hebben zich als konijnen uitgebreid, dus laten we Grahams lijst bijwerken met wat er beschikbaar is. Sinds 2003 is de rente zo laag dat beleggers honger hebben naar rendement, maar er zijn manieren om uw rente-inkomsten te vergroten zonder al te veel risico te lopen.¹⁰ Figuur 4-1 vat de voor- en nadelen samen.

Laten we nu eens kijken naar een paar soorten obligatiebeleggingen die in speciale behoeften kunnen voorzien.

CONTANT GELD IS GEEN AFVAL

Hoe kunt u meer inkomsten uit uw geld wringen? De intelligente belegger zou moeten overwegen over te stappen van bankdepositocertificaten of geldmarktrekeningen - die de laatste tijd een mager rendement hebben opgeleverd - naar enkele van deze contante alternatieven: schatkistpapier, als verplichtingen van de Amerikaanse overheid,

⁹ Voor meer informatie, zie www.vanguard.com, www.fidelity.com, www.schwab.com en www.troweprice.com.

¹⁰ Voor een toegankelijk online overzicht van beleggen in obligaties, zie www.aaii.com/promo/20021118/bonds.shtml.

AFBEELDING 4-1 De wijde wereld van obligaties

Type	Volwassenheid	Minimale afname	Risico van wanbetaling	Risico indien intarieven stijgen
schatkistpapier	Minder dan een jaar	\$ 1.000 (D)	Extreem laag	Heel laag
schatkistpapier	Tussen één en 10 jaar	\$ 1.000 (D)	Extreem laag	Gematigd
staatsobligaties	Meer dan 10 jaar	\$ 1.000 (D)	Extreem laag	Hoog
Spaarobligaties	Tot 30 jaar	\$25 (D)	Extreem laag	Heel laag
Stortingsbewijzen	Een maand tot 5 jaar	Meestal \$500	Heel laag; verzekerd tot \$ 100.000	Laag
Geld Markt fondsen	397 dagen of minder	Meestal \$2.500	Zeer laag	Laag
Hypotheekschuld	Een tot 30 jaar	\$ 2.000-3.000 (F)	Over het algemeen matig, maar kan hoog zijn	Matig hoog
gemeentelijke obligaties	Een tot 30 jaar of meer	\$5.000 (D); \$ 2.000- 3.000 (F) maar kan hoog zijn	Over het algemeen matig	Matig hoog
Preferente aandelen	Onbepaald	Geen	Hoog	Hoog
Hoogrentende ("junk") obligaties	Zeven tot 20 jaar	\$ 2.000- \$ 3.000 (F)	Hoog	Gematigd
Schulden van opkomende markten	Tot 30 jaar	\$ 2.000- \$ 3.000 (F)	Hoog	Gematigd

Bronnen: Bankrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.spaarbonds.gov

Opmerkingen: (D): direct gekocht. (F): gekocht via een beleggingsfonds.

"Verkoopgemak vóór de vervaldatum" geeft aan hoe gemakkelijk u kunt verkopen op een beurs prijs vóór vervaldatum; beleggingsfondsen bieden doorgaans een beter verkoopgemak dan individuele obligaties. Geldmarktfondsen zijn federaal verzekerd tot \$ 100.000 indien gekocht bij een FDIC-lidbank, maar anders alleen dragen een impliciete belofte om geen waarde te verliezen. Federale inkomstenbelasting op spaarobligaties wordt uitgesteld tot aflossing of vervaldatum. Gemeentelijke obligaties zijn over het algemeen vrijgesteld van staatsinkomstenbelasting alleen in de staat waar ze zijn uitgegeven.

Risico als rente vóór rentestijging vervalt	Vrijgesteld van Verkoopgemak meest staat		Vrijgesteld van Federale inkomstenbelasting? Benchmark		Opbrengst 31-12-2002
		inkomstenbelastingen?	inkomstenbelasting?		
Heel laag	Hoog	ja	N 90 dagen N 5 jaar		1.2
Gematigd	Hoog	ja	10 jaar N 30 jaar N		2.7
			EE		3.8
Hoog	Hoog	ja	obligatie Serie gekocht		4.8
Heel laag	Laag	ja	na 4,2		
			mei 1995		
Laag	Laag	N	N 1-jarig nat'l. gem.		1.5
Laag	Hoog	N	N Belastbare geldmarkt gem. 0,8		
Matig tot hoog	Matig tot laag	N	N Lehman Bros. MBS-index		4.6
Matig tot hoog	Matig tot laag	N	ja Nationale wederzijdse lange termijn Fonds gem.	4.3	
Hoog	Matig tot laag	N	N Geen		Zeer variabel
Gematigd	Laag	N	N Merrill Lynch hoog rendement		11.9
			Inhoudsopgave		
Gematigd	Laag	N	N Ontstaan. Mkts Obligatiefonds gem. 8.8		

vrijwel geen kredietrisico - aangezien oom, in plaats van zijn schulden af te lossen, Sam kan gewoon de belastingen verhogen of naar believen meer geld bijdrukken. schatkistpapier rijpen in vier, 13 of 26 weken. Vanwege hun zeer korte looptijden, T-bills worden nauwelijks gedeukt wanneer stijgende rentetarieven de . naar beneden halen prijzen van andere inkomensinvesteringen; staatsschulden op langere termijn lijden echter ernstig wanneer de rente stijgt. De rente-inkomsten op Schatkisteffecten zijn over het algemeen vrij van staat (maar niet federaal) inkomstenbelasting. En met \$ 3,7 biljoen in publieke handen is de markt voor staatsobligaties immens, dus u kunt gemakkelijk een koper vinden als u uw geld nodig heeft. geld terug voor de vervaldatum. U kunt schatkistpapier kopen, op korte termijn bankbiljetten en langlopende obligaties rechtstreeks van de overheid, zonder makelaarskosten, op www.publicdebt.treas.gov. (Zie het commentaar op hoofdstuk 2 voor meer informatie over door inflatie beschermde TIPS.)

Spaarobligaties zijn, in tegenstelling tot staatsobligaties, niet verhandelbaar; jij kan niet

verkoop ze aan een andere belegger en u verliest drie maanden rente als u ze in minder dan vijf jaar terugbetaalt. Ze zijn dus vooral geschikt als "reservegeld" om te voorzien in een toekomstige uitgavenbehoefte - een geschenk voor een religieuze ceremonie die over jaren duurt, of een vliegende start om uw pasgeboren baby door Harvard te helpen. Ze zijn verkrijgbaar in coupures van slechts \$ 25, waardoor ze ideaal zijn als cadeau aan kleinkinderen. Voor beleggers die met een gerust hart wat geld de komende jaren onaangeroerd kunnen laten, boden inflatiebeschermde 'I-obligaties' onlangs een aantrekkelijk rendement van ongeveer 4%. Zie www.savingsbonds.gov voor meer informatie.

VOORBIJ OOM SAM . VERPLAATSEN

Hypotheek zekerheden. Deze obligaties zijn samengevoegd uit duizenden hypotheeken in de Verenigde Staten en worden uitgegeven door instanties zoals de Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae") of de Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae"). Ze worden echter niet gedekt door de Amerikaanse schatkist, dus verkopen ze tegen hogere opbrengsten om hun grotere risico te weerspiegelen. Hypotheekobligaties presteren over het algemeen ondermaats als de rente daalt en bombarderen als de rente stijgt. (Op de lange termijn worden die schommelingen meestal gelijk en werpen de hogere gemiddelde rendementen vruchten af.) Goede hypotheekobligatiefondsen zijn verkrijgbaar bij Vanguard, Fidelity Maar als een makelaar ooit probeert u een individuele hypotheekobligatie of 'CMO' te verkopen, vertel hem dan dat u te laat bent voor een afspraak met uw proctoloog.

lijfrentes. Met deze verzekeringsachtige beleggingen kunt u lopende belastingen uitstellen en een inkomstenstroom genereren nadat u met pensioen bent gegaan. Vaste annuïteiten bieden een vast rendement; variabele zorgen voor een fluctuerend rendement. Maar waar de defensieve belegger zich hier echt tegen moet verdedigen, zijn de hard verkopende verzekeringsagenten, effectenmakelaars en financiële planners die lijfrentes verkopen tegen roofzuchtig hoge kosten. In de meeste gevallen zullen de hoge kosten van het bezitten van een lijfrente - inclusief "afkoopkosten" die aan uw vroege opnames knagen - de voordelen ervan overweldigen. De paar goede lijfrentes worden gekocht, niet verkocht; als een lijfrente forse commissies voor de verkoper oplevert, is de kans groot dat het magere resultaten oplevert voor de koper. Overweeg alleen degene die u rechtstreeks kunt kopen bij providers met bodemprijzen zoals Ameritas, TIAA-CREF en Vanguard.¹¹

¹¹ In het algemeen zijn variabele lijfrentes niet aantrekkelijk voor beleggers onder de 50 jaar die verwachten tijdens hun pensionering in een hoge belastingsschijf terecht te komen of die

Preferente aandelen. Preferente aandelen zijn een belegging in het slechtste van twee werelden. Ze zijn minder veilig dan obligaties, omdat ze slechts een secundaire claim op de activa van een bedrijf hebben als het failliet gaat. En ze bieden minder winstpotentieel dan gewone aandelen, aangezien bedrijven hun preferente aandelen doorgaans 'oproepen' (of gedwongen terugkopen) wanneer de rente daalt of hun kredietwaardigheid verbetert. In tegenstelling tot de rentebetalingen op de meeste van haar obligaties, kan een uitgevende onderneming geen preferente dividendbetalingen aftrekken van haar vennootschapsbelasting. Stel uzelf de vraag: als dit bedrijf gezond genoeg is om mijn investering te verdienen, waarom betaalt het dan een dik dividend op zijn preferente aandelen in plaats van obligaties uit te geven en een belastingvoordeel te krijgen? Het waarschijnlijke antwoord is dat het bedrijf niet gezond is, dat de markt voor zijn obligaties overvol is en dat u de preferente aandelen moet benaderen zoals u een ongekoelde dode vis zou benaderen.

Gewone voorraad. Een bezoek aan de stockscreener op <http://screen.yahoo.com/stocks.html> toonde begin 2003 aan dat 115 van de aandelen in de Standard & Poor's 500-index een dividendrendement hadden van 3,0% of meer. Geen enkele intelligente belegger, hoe hongerig naar rendement ook, zou ooit een aandeel kopen voor zijn dividendinkomsten alleen; het bedrijf en zijn activiteiten moeten solide zijn en de aandelenkoers moet redelijk zijn.

Maar dankzij de berenmarkt die in 2000 begon, zijn sommige toonaangevende aandelen nu beter renderend dan staatsobligaties. Dus zelfs de meest defensieve belegger zou zich moeten realiseren dat het selectief toevoegen van aandelen aan een portefeuille die volledig uit obligaties bestaat of grotendeels uit obligaties bestaat, het inkomensrendement kan verhogen - en het potentiële rendement kan verhogen.¹²

niet al het maximum hebben bijgedragen aan hun bestaande 401 (k) of IRA-accounts. Vaste annuïteiten (met de opmerkelijke uitzondering van die van TIAA CREF) kunnen hun "gegarandeerde" tarieven wijzigen en u met vervelende overschrijvingskosten slaan. Voor een grondige en objectieve analyse van lijfrentes, zie twee uitstekende artikelen van Walter Updegrave: "Income for Life", Money, juli 2002, pp. 89-96, en "Annuity Buyer's Guide", Money, november 2002, pp. 104-110.

¹² Zie hoofdstuk 19 voor meer informatie over de rol van dividenden in een portefeuille.