



COLUMN

DOOR HAN DIEPERINK, GESCHREVEN OP PERSOONLIJKE TITEL

Negatief is niet normaal

'Minder dan niets' is het rendement op een kwart van de wereldwijde obligatiemarkt. Zelfs bij de meest positieve uitkomst blijft het rendement negatief. Het is de omgekeerde wereld. Een wereld waar centrale bankiers ons ervan proberen te overtuigen dat die gezond en normaal is: de toekomst is zekerder dan het heden en het onbekende veiliger dan het bekende.

Beleggers moeten altijd een inschatting maken van de toekomst. Toekomstige kasstromen bepalen immers de opbrengst van een belegging. De risicovrije rente is als kostprijs van geld een belangrijk hulpmiddel in de verdeling tussen sparen of beleggen. Wanneer die risicovrije rente wordt verminkt tot een negatieve rente, gaat ook de middelenverdeling fout. Voorzichtige spaarders worden dan gestraft en het aangaan van hoge schulden wordt aangemoedigd. Beleggers gaan op zoek naar rendement. Door de stijging van financiële activa klagen beleggers dan niet. Nog niet. Want een lange periode van negatieve rentes zorgt voor steeds grotere misallocaties. Niet-rendabele bedrijven vallen niet om en er worden zeepbellen geblazen. De markt lijkt dit nu aan te voelen. Het meest acuut is wat dat betreft de ontwikkeling in de eurozone. Het gaat niet goed met de Europese banken. De aandelen daarvan noteren inmiddels beneden het dieptepunt van 2009, op het laagste niveau sinds 1987. Net zoals Amerikaanse subprime-leningen het wereldwijde financiële systeem konden besmetten, zal een Europese bankencrisis zich niet beperken tot Europa. Anticiperen op tweede en derde orde besmettingseffecten is bijzonder lastig, maar dat die in potentie groter zijn dan bij subprime is eenvoudig voor te stellen. Zoiets kan snel gaan, want ook voor centrale bankiers komt vertrouwen te voet en gaat het te paard.

De meest eenvoudige oplossing lijkt om obligaties met een negatieve rente te mijden. Toch doen beleggers dit niet. Ze kopen ze zelfs volop. Niet meer voor het rendement, maar bijvoorbeeld als buffer tegen koersdalingen op aandelen. Liever een gegarandeerd

verlies van 0,5% per jaar dan 50% bij een forse correctie op de aandelenmarkt. Soms wordt ook het argument van koerswinst gebruikt. Een tienjaarslening met een negatief rendement van 0,4% zal over een jaar een positief rendement opleveren als een negenjaarslening dan een negatief rendement heeft van 0,49%. Maar men koopt vooral omdat het moet. Het opkoopprogramma van centrale banken, Basel IV, Solvency-II-regelgeving, de MiFID-richtlijn en het Financieel Toetsingskader van pensioenfondsen zorgen voor een sterke vraag naar obligaties. Een mooi voorbeeld van hoe wet- en regelgeving kan leiden tot systeemrisico's. Ondanks de niet-prijsgedreven vraag zijn obligaties met een negatieve rente nog steeds onderdeel van de benchmark. Het carrièrerisico is door al deze regelgeving hoger dan ooit en afwijken van de index wordt niet beloond.

Rente is de verbinding tussen het heden en de toekomst. Demografie speelt een belangrijke rol bij de hoogte van de rente. Vergrijzing zorgt voor hogere besparingen en daarmee voor een lagere rente. Tegelijkertijd hebben nieuwe investeringen in technologie minder kapitaal nodig om dezelfde productiviteitsgroei te bereiken. Dat drukt niet alleen de rente, maar zorgt ook voor voortdurende druk op de prijzen. Als prijzen dalen, blijft ook bij een negatieve rente de koopkracht intact. Maar men moet wel blijven geloven dat op langere termijn de economische groei en inflatie laag blijft. Want als de risicovrije rente en de kostprijs van geld terugkeert naar een rationeel niveau, moeten de waarden van alle financiële activa opnieuw worden berekend. Waarschijnlijk volgt dan een pijnlijk aanpassingsproces. «