

pon en een laag rendement het gewicht van de kasstromen vlak na de aanschaf van de obligatie gering is in verhouding tot de kasstromen die in de (verre) toekomst vallen. Het is een saillant gegeven dat alle recentelijk uitgegeven obligaties een relatief lage coupon en een relatief laag rendement hebben.

EVENWICHT

Het 'renerisicomes' snijdt natuurlijk wel aan twee kanten. Hoewel de rente momenteel nog altijd historisch laag staat, zorgt een (kleine) verdere rentedaling voor (fors) hogere obligatiekoersen. Toch lijkt de markt hier gezien de oplopende rendementen op langlopende obligaties voorlopig weinig rekening mee te houden. De economie raakt sneller op stoom dan verwacht, waardoor ook een opwaartse druk op de inflatie komt te staan. Daarbij komt nog het 'quantitative easing'-experiment – het op slinkse wijze aanzwengelen van de geldpersen – wat al lijkt te resulteren in hogere prijzen van bijvoorbeeld olie en verschillende grondstoffen.

Prijsstijgingen (inflatie) willen obligatiebeleggers vergoed zien, wat mogelijk zal leiden tot hogere rentes. En anders doen centrale banken dit wel, als ze verstandig zijn. Hiervoor is het interessant om terug te gaan naar het jaar 1994 in de Verenigde Staten, toen het rendement op obligaties laag was, maar niet zo laag als nu. In dat jaar krabbelde de economie op uit het dal van de recessie en dus verhoogde Fed-president Alan Greenspan de rente met een kwart procentpuntje om inflatieverwachtingen af te remmen. De prijzen van langlopende obligaties stortten als een pudding in elkaar, uit angst voor eventuele verdere verhogingen (die ook kwamen). Bovendien opereerden veel obligatiebeleggers als gevolg van gedereguleerde financiële markten met veel geleend geld ('leverage'), waardoor door de prijsdalingen een neerwaartse spiraal ontstond van (gedwongen) verkopen. Een dergelijk scenario valt in de komende jaren niet uit te sluiten.

Daartegenover staat natuurlijk een scenario van langdurig lage renteniveaus als gevolg van aanhoudend lage economische groei. Wat de rente gaat doen weet niemand. Dit neemt niet weg dat het gezien de historisch lage rente loont om je bewust te zijn van het renterisico op (langlopende) obligaties. Een extra procentje rendement door in langlopende obligaties te beleggen lijkt snel gemaakt, maar besef wel dat dit ge-

Door Wouter Weijand

Fondsmanager BNP Paribas Global High Income Equity Fund

Aarde calling Liberty

Stel, u landt op de planeet Liberty, en toont daar de toezichhouder hoe uw pensioenfonds eruit ziet: 65 procent obligaties, 25 procent aandelen en 10 procent vastgoed, plus nog een forse leverage, dankzij een longpositie rentederivaten van 40 procent met een looptijd van vijftig jaar. Na de rentestijging van 2,5 naar 3,5 procent staat deze derivatenpositie voor een kwart onder water.

De toezichhouder op Liberty snapt er niets van: wat is er in vredesnaam op planeet Aarde gebeurd? En waarom bent u eigenlijk uw eigen planeet ontvlucht? U stamelt iets over het afdekken van verplichtingen, bescherming tegen dalende rente, dalende dekkingsgraad en de boze blik van DNB, die u bijna gedwongen zou hebben die vreselijke renteswaps te kopen. En door dit miljardenverlies eisen uw tegenpartijen zekerheden: u hebt al een deel van uw staatsleningenportefeuille moeten afstaan. Het voelt net alsof de deurwaarder een deel van uw huisraad meeneemt.

Liberty is verbijsterd: hoe verzinnen jullie zo iets? Niemand kan immers van maand tot maand vaststellen hoe een pensioenfonds over dertig jaar aan zijn verplichtingen kan voldoen en met een nominaal rendement van 2,5 procent houd je waarschijnlijk niet eens de inflatie bij! De enige zekerheid die je hebt, is die riskante derivatenpositie, verder niets.

U slikt, natuurlijk, het was allemaal wel wat vreemd gegaan: al die consultants, econometristen, allemaal hadden ze die prachtige modellen, alles matchte eigenlijk, nee, het voelde best wel goed, al begrepen we er eerlijk gezegd niet veel van. Maar DNB was er erg enthousiast over. Jammer ook trouwens dat we de meeste aandelen inmiddels van de hand hebben moeten doen.

Tja, en waarom we moesten vluchten? Kijk, eerst hadden we de Legio Lease-affaire, die kostte een paar miljard, toen had je World Online, vervolgens kreeg je de woekerpolisaffaire, maar dat alles is peanuts vergeleken met deze nationale rentegok en straks komt er vast weer een parlementaire enquête. En dat konden we echt niet meer aanzien en met het oog op de kerstgedachte hoopten we dat u ons zou kunnen vergeven, hier op Liberty.

U bent echt van een andere planeet, sprak de toezichhouder. Het wordt tijd dat u wat kritischer op uzelf en uw autoriteiten wordt. Reken niet alleen op uw pensioenfonds of uw verzekeraar, maar spaar en beleg zelf rustig, goed gespreid en zonder fratsen. En als u belooft dat u niet meer gaat gokken met derivaten, is er nog wel plaats in de herberg. Blijft u nog maar een tijdje veilig bij ons, totdat men op uw planeet het licht zal hebben gezien en u daar weer gewoon in vrijheid mag beleggen. Maar één Kerstmis is daarvoor waarschijnlijk niet voldoende. ■

