

Olie op het vuur



De net afgestudeerde risicomanager begint vol enthousiasme aan zijn eerste baan. Hij wordt verantwoordelijk voor het inschatten van renterisico's bij een grote institutionele belegger in Nederland. Gretig gaat hij aan de slag met de modellen die hem ter beschikking staan. Hoe groot is zijn deceptie als blijkt dat de rente keer op keer verder daalt dan wat deze modellen voor mogelijk hielden. Het Black model dat wordt gebruikt voor de waardering van de rentederivaten kan zelfs compleet de prullenbak in: het veronderstelt namelijk dat rentes niet negatief kunnen worden, een volkomen onhoudbare aanname.

Dit zet onze jonge vakgenoot aan het denken. Waarom gedragen financiële markten zich zo anders dan wat hij in de schoolbanken heeft geleerd? Zijn het de centrale banken die via Quantitative Easing de rentes drukken? Of reageren de banken juist op een meer diepgeworteld probleem? Onze risicomanager leest over de verschillende mogelijke oorzaken van de lage rente: een te groot aanbod van spaargeld vanwege bovenmatige schulden die worden afgebouwd, de afnemende groei en vergrijzing van de wereldbevolking, de integratie van China in de wereldeconomie – een miljard mensen met een spaarquote van 40% – en de verschuiving van inkomen van arm naar rijk. De meest pessimistische economen gaan uit van een chronische afname van productiviteit en economische groei.

Een structureel lagere economische groei zou kunnen betekenen dat de rente ook laag blijft of zelfs nog verder daalt. Dit roept de vraag op waar een ondergrens voor de rente ligt. Een populair standpunt is dat de (korte) rente weliswaar negatief kan worden, maar al snel weer boven nul zal stijgen. Spaarders zullen hun geld immers van de bank halen en 'onder het matras bewaren' als zij moeten gaan betalen voor het stallen van geld op een spaarrekening. Deze redenering gaat weliswaar op voor particuliere spaarders, maar voor institutionele beleggers ligt het vraagstuk iets ingewikkelder. De kosten om grote sommen cash aan te houden zijn afhankelijk van de kosten van opslag, transactie en verzekering. Aangezien een deel van deze kosten eenmalig

is, is ook de periode waarover een negatieve rente wordt verwacht relevant. Het IMF schat dat het niveau van de rente waaronder het aantrekkelijk wordt om naar cash te switchen, tussen $-0,75\%$ en -2% ligt. De korte rente ligt weliswaar significant onder de 0% , maar nog lang niet op het niveau van -2% . Maar we weten gezien de recente ervaringen dat dit niet ondenkbaar is...

De lange rente is een ander verhaal. De theorieboeken zeggen dat het verwachte rendement op lange obligaties hoger ligt dan dat op korte obligaties vanwege de 'liquidity preference theory'. Beleggers vereisen een risicopremie als hun geld langer vast staat. Hierdoor vertonen rentetermijnstructuren gemiddeld genomen een stijgend verloop, in ieder geval tot een looptijd van ongeveer 15 jaar. Het is echter nog maar de vraag of deze zogenaamde 'term premium' over alle looptijden bestaat, en blijft bestaan. Het opkoopbeleid van de ECB kan voor een verdere daling van lange rentes zorgen. Wet- en regelgeving zorgt ervoor dat pensioenfondsen en verzekeraars – ondanks de lage rente – langlopende obligaties blijven kopen. Uit een recent artikel in de Economist blijkt dat de gemiddelde looptijd van de verplichtingen van verzekeraars nog steeds veel langer is dan de gemiddelde looptijd van hun bezittingen. Voor pensioenfondsen geldt hetzelfde. Als er meer beleggers op de markt zijn met langlopende (zeg, langer dan 15 jaar) dan met kortlopende verplichtingen, dan gaat de 'liquidity preference theory' niet meer op. In plaats daarvan hebben beleggers een voorkeur voor langlopende beleggin-

gen en de 'term premium' verandert in een 'term discount': de lange rente ligt op dat segment dan lager dan de korte rente. Onze risicomanager concludeert dat – hoewel de huidige rente historisch laag ligt – er nog een significant neerwaarts risico bestaat, niet alleen voor de korte rente, maar ook voor de lange rente.

Maar voor elke econoom die een verdere daling van de rente verwacht, is er ook een te vinden die juist een stijging voorziet. Deze economen zeggen dat de huidige rente al overdreven heeft gereageerd op alle bovengenoemde oorzaken en dat er ook oorzaken zijn te benoemen die juist voor opwaartse druk zorgen. Zo zou vergrijzing juist voor ontsparing zorgen, waardoor de rente fors kan stijgen. En dit vooruitzicht in combinatie met het verruimende beleid van centrale banken levert weer heel andere risico's op, zoals hyperinflatie. Het is als nat houtvuur: je kunt er een hoop olie op gooien, maar als het niet brandt, helpt dat niet. Het gevaar is wel dat, als het hout eenmaal droog is, explosiegevaar ontstaat. Linksom of rechtsom: onze jonge risicomanager gaat zich voorbereiden op een uitslaande brand! ■

Loranne van Lieshout en Tjemme van der Meer, namens de VBA commissie Risk Management

Bronnen:

- <https://blog-imfdirect.imf.org/2016/04/10/the-broader-view-the-positive-effects-of-negative-nominal-interest-rates/>
- <http://www.economist.com/news/briefing/21707553-interest-rates-are-persistently-low-our-first-article-ask-who-or-what-blame>