

Onbehagen

Afgelopen weekend keek ik met mijn kinderen voor een vijftiende keer naar de verfilming van Tolkiens' meesterwerk "The Lord of the Rings". Een gezinstraditie. De film slaagt er als geen ander in om spanning en enthousiasme af te wisselen met gevoelens van naderend onheil en onbehagen. Een voorbeeld hiervan volgt uit de quote; "The ground shakes, drums... drums in the deep. We cannot get out". Ik laat u alleen met de gedachte waar precies in de film de quote thuishoort. Maar ik wil graag dat u het gevoel van onbehagen, van naderend onheil vasthoudt.



...Dan voelt u wat ik voelde toen ik luisterde naar het verhaal van Dick Hokenson. Hokenson (Evercore ISI Global Demographics Research Team) is specialist in duiden van het effect van bevolkingsontwikkeling op de reële economie en financiële markten. Midden in het grootste opkoopprogramma van staatspapier ooit, met als doel de geldhoeveelheid uit te breiden om de *inflatie* aan te jagen, signaleert Hokenson structurele macro trends die allen doen neigen tot *deflatie* van prijzen in de wereldeconomie. Als belangrijkste oorzaken: het aantal mensen op aarde, de goederen die zij vragen, de wereldwijde arbeidsproductiviteit, veranderingen in het productieproces en tot slot de geldhoeveelheid en omloopsnelheid hiervan. De conclusie van zijn betoog: "inflatie blijft weg doordat een vergrijzende wereldbevolking andere kapitaalgoederen koopt bij een hogere arbeidsproductiviteit en een lagere vraag naar geld". We lopen de argumenten eens langs. En passant benoemen we wat problemen die dit oplevert voor pensioenfondsen.

"Rupsje Nooitgenoeg" heeft genoeg?

Hokensons bewering omtrent een afvlakkende groei in de bevolking in alle wereldregio's¹ wordt ondersteund door cijfers van het IMF (2013). Hierdoor vertraagt een belangrijke motor van de groei, (uitbreiding) in de vraag naar goederen en treedt een verandering in die vraag op. De naoorlogse Babyboom generatie had "alles" nodig; infrastructuur, huizen, goederen. De vraagstijging in de naoorlogse decennia was zó sterk dat het aanbod niet genoeg mee kon groeien. In macro economische termen: de vraagcurve verschoof sneller dan de aanbodcurve. Gevolg was sterk stijgende prijzen en dus inflatie. De jongere generaties nemen deze kapitaalgoederen over wat de groei van de economie nauwelijks prikkelt.² De vraag die voortkomt uit de resterende groei van de (ook ouder wordende) bevolking kan worden bijgehouden door de productiecapaciteit en de stijgende arbeidsproductiviteit.

Hokenson signaleert daarnaast dat productieprocessen structureel worden ingericht op minder energieverbruik en minder grondstoffen verbruik. Voorbeeld hiervan is de geheugenchip industrie. Investerings zorgen voor geheugen en processorchips die minder ruimte (en grondstoffen) vragen, hogere snelheid en capaciteit leveren bij een lager energieverbruik. Hier gaan prijzen niet van stijgen, in tegendeel. De wereldwijde arbeidsproductiviteit stijgt daarbij. Niet alleen door snuggere productieprocessen maar ook doordat productieprocessen worden teruggehaald uit voormalig lage lonenlanden naar westerse landen waar lonen nu gelijk liggen en scholing en beter passende arbeidscultuur tot een hogere productiecapaciteit leiden.

Fisher – Draghi: 1-0

Maar hoe zit dat dan met die euro's die middels opkoopprogramma's in de markt zijn gebracht? Voor de beeldvorming: de FED

heeft sinds 2009 haar balans door het opkopen van MBS'en en het uitgeven van T-Bonds 4,5 keer opgeblazen tot \$4,5 triljard. Als u bedenkt dat ook de bij de FED gestalde deposito's met gelijke tred gestegen zijn dan snapt u dat hier geen prijsstijgingen uit voort gaan komen. De Japanse centrale bank heeft sinds 2013 de in omloop zijnde geldhoeveelheid verdubbeld, met als doel de al sinds midden jaren 90 stagnerende groei en hardnekkige deflatie te keren respectievelijk de nek om te draaien. Geduld is een oosterse deugd, maar ik zie niets gebeuren. De ECB heeft sinds september 2014 in totaal bijna een triljard euro aan obligaties opgekocht en liquiditeiten in de markt gebracht. Sinds 2010 wordt er door deze drie centrale banken gewezen op de inflatie die als gevolg van hun (massieve) geldcreatie zou gaan ontstaan. We zitten nu in 2016. Er is geen sprake van inflatie van enige naam. Nada. Een belangrijke verklaring hiervoor is dat een andere grootheid in de inflatievergelijking (verkeersvergelijking) van Fisher³ de omloopsnelheid van geld al vijftien jaar op een rij afneemt. Dit kan nare gevolgen hebben: *"If the money velocity declines rapidly during an expansionary monetary policy period, it can offset the increase in money supply and even lead to deflation instead of inflation."*⁴ Dan krijg je zomaar deflatie. En dat kan lang duren, blijkt uit het verleden.

This time is not so different

In David Hackett Fisher's *"The Great Wave: Price Revolutions and the Rhythm of History"* wordt de geschiedenis van prijzen van grondstoffen en consumentengoederen in Europa sinds ongeveer 1200 beschreven. Hackett beschrijft en verklaart langjarige plateaus van gelijkblijvende en soms dalende prijzen uit positieve en negatieve feedback loops waarin culturele, economische, sociale, wetenschappelijke, artistieke, religieuze gebeurtenissen met elkaar verbonden zijn. Dat is nog eens een bredere verklaring dan "geldpomp aan en wachten tot de inflatie komt". Een dergelijk non-flatie plateau ontstaat na een periode van relatief sterke prijsstijgingen (zoals in Europa en de VS sinds de 70'er jaren), waarop een daling volgt. Inflatie, deflatie en dan een plateau. Dus. Het lijkt dan ook niet terecht om centrale banken "de schuld" te geven van de lage rente. De geschiedenis zit vol met "centrale ban-

ken-achtige" gebeurtenissen die ervoor hebben gezorgd dat de rente niet aan de verwachtingen (wensen!) voldeed.

"Racing to zero"

Het gevolg van de door Hokenson genoemde deflatieneiging is een aanhoudend neerwaartse druk op de rente op kapitaalmarkten. Deze neerwaartse rentebeweging is zoals we weten al sinds midden jaren '90 gaande. Even zo lang praten we al in termen dat "de rente nu echt niet lager zal worden", "de rente zal terugkeren naar het lange termijn gemiddelde van 6%, (later: 5%, 4%", enzovoorts). En verdorie, hij doet het maar niet. Volgens Hokenson is er geen reden te veronderstellen dat deze trend voor de kortere rentetarieven halt houdt bij de 0% en hij voorziet voor de komende jaren geen reden voor een structurele opleving van de rente. Drums, drums in the deep.

De kat, de hond, de regen en de drup

Een aanhoudend lage rente is voor alle beleggers lastig; dat geldt ook voor pensioenfondsen. De risicovrije basis rendeert niet meer en is door het "upside risk" feitelijk ook niet echt risicovrij. Omgekeerd zal het risico benodigd om een verwacht rendement te halen dat gelijk ligt aan dat van een portefeuille vóór de grote rentedaling hoger moeten zijn. Om een gelijk rendement te halen moet gebruik worden gemaakt van risicovollere categorieën. De hogere volatiliteit die hiermee samenhangt kan op korte termijn leiden tot negatieve uitschieters. Wellicht wordt hierdoor zelfs voor sommige fondsen de voor korting geldende "kritische dekkingsgraad" doorbroken. Het geldende financiële toetsingskader waarbinnen deze dekkingsgraad is gedefinieerd wordt door sommige pensioenfondsen niettemin als knellend ervaren. Vreemd als je beseft dat DNB in dit toetsingskader de ruimte biedt om een kunstmatig hoge UFR van 3,2% te hanteren waar een marktrente van 1,8% logisch zou zijn.⁵ Zonder deze UFR zouden fondsen wellicht nu al moeten korten. Vertrouwen op hoge beleggingsrendementen lijkt door de lage rendementen op de "risicovrije asset" dan ook gevaarlijk. Alleen rekenen op een hogere rente (wat om een hoekje de problemen van fondsen kan verminderen) lijkt als we Hokenson volgen ook geen verstandige

strategie: hoe lang moet je wachten en wat gebeurt er met de andere asset klassen als de rente inderdaad gaat stijgen? De oplossing voor deze problemen bij pensioenfondsen schuilt niet in de beleggingshoek maar in het voorwaardelijk of minder hoog maken van de ambitie of het langdurig fors verhogen van de premie. Auw.

Gandalf Stormcrow

Ik zie de twijfel op uw gezicht. "Damm, jij moest toch niets van visies op de rente hebben"? Dat klopt. Maar de gedachte van Hokenson en het IMF zijn met feiten onderbouwd en klinken plausibel. Ze verdienen het dus om explicieter opgenomen te worden in de "Grote Set van Enge Scenario's" die risico / balansmanagers van financiële instellingen gebruiken om de effecten van mogelijke toekomstscenario's te onderzoeken. Ik kom ze daar nog te weinig tegen. Maar het is ook een gezond tegengeluid om te laten horen in het koor van mensen die beweren dat de rente "alleen nog maar omhoog kan". En eerlijk gezegd snijden de argumenten die ik daarvoor hoor (terugkeer naar lange termijn gemiddelden, inflatie) minder hout dan het mes van Hokenson. Niet leuk? Jammer dan, maar je mag het niet negeren. Aan het eind van deze column wil ik daarom afsluiten met een andere quote uit "The Lord of the Rings" waar ik het verhaal ook mee begon. *"Why should I welcome you, Gandalf Stormcrow? Your ill news is an ill guest."* Tsja. Dat is de rol van een risicomanager. ■

Michael Damm

Noten

- 1 Zie: IMF Working paper september 2013: "Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness".
- 2 Daarbij verandert de vraag langzaam van op "ijzer, hout, grondstoffen en plastic" gebaseerde fysieke producten naar "zorg en beleving" georiënteerde producten.
- 3 Fisher vergelijking: (Geldhoeveelheid x Geldomloopsnelheid = Prijzen x Transactievolumen): $(M \times V = P \times T)$.
- 4 Posted by: Armstrong Economics, June 2015.
- 5 Vaak wordt vergeten dat de toezegging om in de toekomst pensioenen uit te keren in belangrijkste mate onvoorwaardelijk zijn. Dat betekent dat de huidige waarde van deze verplichtingen met een risicovrije rente moet worden berekend. Voor de indexatie van deze verplichtingen kan dit anders liggen. Die kunnen voorwaardelijk zijn en dus afhangen van beleggingsprestaties.