

# Beleggen in een extreme wereld

Onzekerheid is een probleem waarmee beleggers altijd al hebben geworsteld. Dat is niets nieuws. Als je met die onzekerheid kunt en wilt leven, biedt dat juist kansen.

Afhankelijk van je risicoprofiel en de visie op de beleggingscategorieën kon je een assetmix kiezen die bij je voorkeuren paste.

Die beheersbare onzekerheid is er niet meer. Het lijkt wel of alles onzeker is geworden. Hoe moet je beleggen als de rente voor risicovrije obligaties op nul staat of zelfs negatief is? Zijn aandelen niet veel te duur geworden? Hoe moet je beleggen als pensioenfondsen dat de ambitie heeft om te indexeren en wat adviseer je aan particuliere klanten die inkomen nodig hebben om van te kunnen leven.

Met deze vragen gingen we daags voor de verkiezingen in de VS het gesprek aan met Bob Homan en Hans de Ruiter. Homan is eindverantwoordelijk voor het beleggingsbeleid van het investment office van ING Nederland, De Ruiter is CIO van TNO pensioenfondsen. Hoe beleggen zij onder deze extreme omstandigheden en wat is hun visie op de toekomst. Wordt de wereld weer normaal of niet?

## De productiviteit staat onder druk

*We zitten hier bij elkaar om de actuele ontwikkelingen in ons vak te bespreken. Laten we beginnen met de extreem lage rente. Wat denken jullie wat de oorzaken zijn en wat zijn jullie verwachtingen?*

**De Ruiter:** Daarmee benoem je wel een probleem. Ik zie twee hoofdoorzaken. In de eerste plaats drijft het beleid van de centrale banken de rente omlaag. Dat geldt zowel voor het absolute niveau als de spread. Kijk maar een naar Italië dat nu tegen een extreem lage rente in vergelijking met Duitsland kan lenen. De huidige spread reflecteert niet de werkelijke risico's. Maar dat is niet het enige. We kunnen ook nog een andere trend waarnemen. Er is ook sprake van een hele lage productiviteitsontwikkeling, kijk maar naar Amerika, het land van de onbegrensde mogelijk-

heden, waar de grote innovaties plaatsvinden. Ondanks alle vooruitgang zien we daar niet meer dan een half procent verbetering van de productiviteit. Dat is een structureel probleem.

*Terwijl je toch veel hoort over de inzet van robots...*

Jazeker, er is in alle sectoren sprake van innovatie. Maar we zien het nu nog niet in de cijfers. Computers kunnen steeds meer, terwijl ze steeds minder kosten. De kwaliteit van een hoop producten neemt toe. Dat werkt niet volledig door in de cijfers. Maar ik vind het te ver gaan om alles toe te rekenen aan meetfouten. De groei is laag en daarom zijn er weinig investeringen.

**De Ruiter:** ik heb nog een aanvullende gedachte over de lage rente. In ons systeem zit een feedbackloop die maakt dat de rente laag blijft. Veel pensioenfondsen zijn door hun dekkingsgraad heen gezakt. Mede onder druk van het toezichtskader hebben ze het risicoprofiel van hun portefeuilles verlaagd. Dit zorgt voor additionele vraag naar staatsobligaties en dat drukt de rente. Daarnaast hebben diverse pensioenfondsen ook hun premies verhoogd, wat tot nog meer aanbod van besparingen leidt. Op die manier lokt de lage rente meer in plaats van minder besparingen uit. Het beleid werkt dus voor een deel averechts. De lage rente leidt tot verslechtering van de balansposities, hetgeen leidt tot een toenemende risicoaversiteit, hetgeen weer leidt tot meer vraag naar veilige staatsobligaties, hetgeen weer leidt tot een lagere rente. Er zijn nu zelfs fondsen die hun renterisico dicht zetten omdat ze eenvoudigweg geen risico meer willen of kunnen nemen. Ze profiteren dan ook niet van een eventuele stijging van de rente.

## Iedereen wordt gedwongen hetzelfde te doen

**Homan:** Je ziet dat iedereen gedwongen wordt hetzelfde te doen. Als de rente weer stijgt dan kan er weer meer risico worden genomen en dan gaan fondsen mogelijk versneld weer in aandelen beleggen. Het toezicht lokt dus een vorm van kuddegedrag uit.

Auteur  
Jaap Koelewijn

**Homan:** Aan de aanbodkant van geld zie je ook structurele ontwikkelingen. Coen Teulings zei het een paar weken geleden nog. De pil is de schuld. Door de daling van de geboortecijfers en de vergrijzing is er nu een hele grote groep mensen die tussen de vijftig en de vijfenzeventig is. Die sparen veel voor hun pensioen. Dat werkt ook drukkend op de rente, vooral ook omdat deze groep weinig risico wil nemen. Verder zie je de vraag naar kapitaal dalen. Veel innovatieve bedrijven hebben maar weinig kapitaal nodig. Facebook kun je op een zolderkamer starten, bij wijze van spreken, terwijl je voor een automobielfabriek veel meer kapitaal nodig hebt. In het Westen zijn de markten verzadigd omdat consumenten al veel spullen hebben. Dat leidt tot vraaguitval en dus is er daardoor ook minder vraag naar kapitaal voor nieuwe investeringen.

*Er zijn twee visies op de huidige stagnatie. De ergste is dat we nog druk bezig zijn de schuldenberg van na de crisis weg te werken. Als dat gebeurd is, kunnen we weer sneller groeien. De tweede is dat er sprake is van structurele stagnatie. De groei blijft in die visie langdurig laag.*

De productiviteit van de dienstensector groeit te weinig.

**Homan:** Veel van de innovaties van de afgelopen jaren vonden plaats in de consumentensector, daarbij kun je denken aan de smartphone. Die kan onmiskenbaar heel erg veel. Maar ik weet niet of daardoor de productiviteit echt toeneemt. Veel mensen zijn op kantoor druk met hun mobieltje, maar het gaat vaak om privé zaken. Je ziet steeds minder dat mensen de hele dag door gericht aan een activiteit werken. Oké, ze werken buiten werktijd ook wel mobiel door, maar dat zet te weinig zoden aan de dijk. Ik ben daarom niet optimistisch over de verbetering van de productiviteit in de dienstensector. Waar er wel sprake is van verbetering is de productiesector. Maar die is te klein om het cijfer voor de hele economie omhoog te krijgen.

*Er zijn toch ook andere ontwikkelingen, zoals het internet der dingen?*

**De Ruiter:** Ik zie ook dat de innovaties vooral in de consumentensfeer plaatsvinden. Maar ook bij diensten zie je grote veranderingen, zoals in de financiële sector. Die technologische verandering heeft twee kanten. Je ziet dat een hele middenklasse dreigt te verdwijnen. Er vindt een grote uitstoot van arbeid plaats en het is nog maar de vraag of die mensen weer aan het werk zullen komen. De mensen die wel werken zijn heel productief, maar er staat ook een groeiende groep langs de zijlijn. Op macroniveau schieten we er dus weinig mee op. Bovendien is er het risico van een groeiende tweedeling in de maatschappij. Een voorafschaduwning daarvan kunnen we zien in de VS, en deze ontwikkeling zal zeker invloed hebben op de verkiezingen.

**Homan:** Veel van de mensen die hun baan verliezen krijgen misschien wel weer werk maar op een lager niveau. Dus de winst is beperkt. Veel nieuwe banen zijn vooral hamburger-banen.

**De Ruiter:** Veel nieuw werk is hoog gekwalificeerd, terwijl de mensen die nu hun baan verliezen die kwalificaties juist niet hebben. Er is dus een kloof op de arbeidsmarkt die vooral de laaggekwalificeerden raakt. Het zal een tijd duren voordat die kloof weer dicht is.

Je ziet, vult Homan aan, dat de mensen uit onze middenklasse nu vooral concurreren met de arbeidskrachten uit de opkomende markten die minder productief maar wel goedkoper zijn. Daar vindt de internationale concurrentie plaats, waardoor de middenklasse steeds meer klem komt te zitten.

## De lage vraag remt de investeringen

*Is er niet sprake van een dieperliggend probleem: de macht van de factor kapitaal die veel te groot is geworden? In de meeste Westerse economieën is de arbeidsinkomensquote sinds de jaren tachtig sterk gedaald. Arbeid heeft nog nauwelijks onderhandelingskracht, waardoor de positie van minder gekwalificeerde arbeid verslechterd is.*

**De Ruiter:** Over de lage investeringen ben ik duidelijk: als de vooruitzichten van de bedrijven niet goed zijn, dan gaan ze geen nieuwe productiecapaciteit ontwikkelen. Zelfs zeer winstgevende bedrijven houden het geld liever in kas of ze keren het uit door de inkoop van eigen aandelen. Kijk maar naar Apple en Google: deze bedrijven maken enorme winsten, maar ze hebben geen alternatieven om te besteden. Dat komt ook door de lage vraag.

**Homan sluit daarbij aan.** Uiteindelijk is de eindconsument allesbepalend. Zolang die wordt afgeknepen, blijven de bestedingen laag. Er is nog een beetje positief effect door de inkomensgroei van de middenklasse in de opkomende makten, maar dat is het dan ook wel. Dat is ook een belangrijke verklaring voor de lage investeringsbereidheid. Uiteindelijk zal de wal het schip wel keren, want bedrijven zullen hun oude capaciteit vroeg of laat toch moeten vervangen.

*Terug naar de rente: wanneer gaat hij weer eens stijgen?*

**Homan:** Als het even kan vandaag. Wij hebben in onze obligatieportefeuille nu een duration van 3,5 jaar, waarmee we dus duidelijk voor een rentestijging zijn gepositioneerd. Wij denken dat uiteindelijk de beleidsmakers rentestappen zullen zetten. In de VS heeft men de QE gestopt en zijn de eerste verhogingen aan de korte kant er al geweest. In Europa is de ECB aan het voorsorteren op het terugbrengen van de QE. Ik denk dat de autoriteiten hun acties coördineren om valutaonrust te voorkomen. De ECB volgt naar verwachting de Fed als die gaat bewegen. Men zal de QE langzaam reduceren en dat leidt dan tot een hogere rente. Vooral nog zal de rentestijging bescheiden zijn, maar als er eenmaal een stijging komt, dan kan die snel gaan. Toch gaan we niet terug naar grote hoogten, ik voorzie op termijn een rente die richting de 2% gaat. Bij een lage inflatie worden obligaties dan weer wel aantrekkelijk. Dat proces zal lang duren, ik denk dat het wel acht jaar zal zijn.



**Bob Homan**  
Hoofd ING investment office



**Hans de Ruiter**  
CIO van TNO pensioenfondsen

## *De kans op een renteschok is heel reëel*

**De Ruiter:** Ik zit er op grote lijnen hetzelfde in. Als de rente gaat stijgen dan kan het snel gaan. Dat zal gebeuren als Draghi aankondigt dat hij het QE-programma gaat reduceren. Het aanpassingsproces op de financiële markten kan dan vrij snel gaan. De feitelijke aanpassing in het monetair beleid zal niet snel gaan. Het zal waarschijnlijk nog wel enkele jaren duren alvorens we een nieuw 'normaal' bereikt hebben, en dat zal niet veel hoger liggen dan zo'n 2-2,5% voor de lange rente.

Natuurlijk is het vervelend dat de rente laag is, dat werkt bij een pensioenfonds vooral door in de dekkinggraad. Voor de lange termijn ben ik meer geïnteresseerd in de risicopremie, want uit die opbrengst moet ik de indexatie betalen. De verwachte premie van de risicodragende beleggingen ligt nu in de buurt van 3,5%, dat is lager dan vroeger maar nog steeds heel redelijk. Over de hele linie zijn de rendementen omlaag gekomen, maar de verhoudingen zijn niet wezenlijk veranderd. Daarom zijn beleggingen als aandelen nog steeds relatief aantrekkelijk. De dekkinggraden zijn laag, dat is heel vervelend, maar ik ben er geen voorstander van om kunstmatig dan maar de rekenrente te verlagen. Dan ga je geld uitkeren dat je niet hebt, waardoor de jongeren de rekening krijgen. Je moet ook niet kijken naar de gerealiseerde rendementen, want dat zegt niets

over je verdienvermogen in de toekomst. Je zou wel kunnen zeggen dat de huidige rente kunstmatig laag is door het beleid van de centrale banken. Je kunt de pijn wat verzachten door de nadelige effecten op de lange termijn uit te smeren, maar dat is het dan ook, en bovendien is dat in het huidige toezichtskader al mogelijk.

## *Je moet de lage rente accepteren; het is niet anders*

*Jullie zeggen allebei hetzelfde: belegger, accepteer de lage rente.*

**Homan:** Dat klopt. Onze klanten zien dat ook wel. Wat we wel zien is dat ze uitwijken naar assets met meer yield. Denk aan vastgoed, dat natuurlijk wel wat risicovoller is. Maar als mensen weten hoe die markt werkt en zich ook realiseren dat ze een keer geen huur kunnen krijgen door leegstand, dan vind ik dat wel te verdedigen. Vaak zijn het ervaren beleggers die weten hoe de hazen lopen. Ook zie je dat mensen wat meer in reële assets, zoals bedrijven, beleggen. Dat zijn vaak ex-ondernemers die dat ook leuk vinden. Waar ik wat meer moeite mee heb, zijn de partijen die bij ons hun illiquide beleggingen proberen te slijten.

Waarom zou ik via een ingewikkelde constructie in tolwegen moeten stappen. Ik heb dan het gevoel dat ik, als ik mee zou doen, de minder snuggere speler ben die bij de neus wordt genomen. Ik stel altijd de vraag waarom mensen bij mij komen, als ze een ingewikkeld product willen financieren. Scheepvaart, complexe structuren enzovoort, kennelijk is er geen directe financier en dan komen ze bij ons. Wij houden het op de klassieke assets, waar wel een aanvulling beursgenoteerd vastgoed bij kan. Maar dat is het dan wel.

**De Ruiter:** Ik deel met Homan de mening dat je op moet passen met illiquide assets. Wij zijn zelf ook in staat om direct in tolwegen te stappen, dat kunnen alleen de hele grote fondsen. Niettemin zijn er genoeg fondsen beschikbaar waardoor je als middelgroot pensioenfonds toegang hebt tot illiquide beleggingen. Illiquide markten hebben natuurlijk hun nadelen – hoge kosten, minder transparantie en hoger liquiditeitsrisico – maar daar staan ook evidente voordelen tegenover. Veelal zijn de illiquide beleggingscategorieën minder crowded en minder blootgesteld aan ‘retail money’. Dit gegeven, tezamen met het illiquide karakter, zorgt er voor dat in tijden van stress op de markt deze categorieën beter blijven liggen en daarmee het downside risk beperken. Oftewel, het reduceert het risico als dat het hardst nodig is.

*Wat vinden jullie redelijke alternatieven?*

**De Ruiter:** Ons fonds neemt nu hypotheekobligaties op. Met enige overdrijving zou je kunnen zeggen dat dit een no-brainer is. De banken moeten hun exposure verlagen vanwege de kapitaaleisen die worden gesteld. De kwaliteit van de hypotheek is – geven het betaalgedrag in ons land – ongeveer A. Met een spread van meer dan 150 basispunten vinden we dat heel aantrekkelijk.

Direct lending is een heel ander verhaal. Ook daar is er wel een case, want er is sprake van disintermediatie, maar ik zie ook risico's. Je weet niet altijd waarom bedrijven bij de bank geen funding krijgen. Dus je moet een heel goed risicomangementsysteem hebben wil je daar verantwoord kunnen opereren. Daar kijken we dus heel kritisch naar.

## Laat kredietverlening over aan de bank

**Homan:** We durven onze klanten wel de hypotheekobligaties te adviseren. Daar kunnen ze ook nog wat premie voor de wat lagere liquiditeit ophalen. Maar tegenover directe financiering staan we erg kritisch. Onze klanten hebben behoefte aan liquiditeit en die is bij deze vorm van beleggen nu eenmaal minder. Daarom ben ik ook niet echt enthousiast over crowdfunding. We hebben wel klanten die meedoen, maar dat zijn dan vaak mensen die een bedrijf kennen en daar geld insteken. Maar feitelijk gaat het dan om het verstrekken van eigen vermogen en dat realiseren ze zich. Laat het geven van kredieten maar aan banken over, die zijn daar ervaren in.

**De Ruiter:** Wat wel een werkbare oplossing kan zijn, is de samenwerking tussen banken en instituten. Banken kunnen – zeker voor de wat kleinere leningen – heel goed de risico's bepalen. Als banken en fondsen dan samen financieren dan weet je dat de bank risicodragend blijft en dat vind ik belangrijk. We schuiven, als ik het samenvat, wel op naar wat andere producten. Maar we realiseren ons dat het allemaal wel complexer is en daardoor dus ook moeilijker te managen. Je moet wel in control blijven. Dat maakt ons enigszins terughoudend.

*Hebben we iets geleerd?*

**Homan:** Jazeker, we blijven in de basis in de gewone genoteerde assets beleggen. We doen wel een beetje aan bijzondere beleggingsproducten, maar daarbij blijven we wel terughoudend. Er is natuurlijk wel vraag naar exotische beleggingen, maar anders dan vroeger kan de klant nu veel beter vaststellen waarin hij belegt en wij moeten dat op onze beurt ook veel beter uitleggen. Meer dan vroeger, en dat komt zeker ook door het ingrijpen van de AFM, zitten er in organisaties veiligheidskleppen die voorkomen dat er hele gekke dingen gaan gebeuren. Dat neemt niet weg dat er mensen zijn met een kort geheugen, maar die krijgen nu minder kans.

**De Ruiter:** De crisis van 2007/2008 maakte duidelijk dat we in heel veel producten zaten die we niet echt begrepen. We vertrouwden veel op de ratings van externe partijen. Nu kijken we toch veel beter achter de feiten, we realiseren ons dat we moeten snappen waarin we beleggen.

**Homan:** Het klinkt wat links, maar ik maak me zorgen over de toenemende ongelijkheid in het Westen. Dat kan, als het uit de hand loopt, leiden tot een verdere trend naar protectionisme, onrust en stagnatie. Als er een steeds grotere groep mensen langs de zijlijn staat, dan zal er ook sprake zijn van afnemende koopkracht en het wegvallen van afzetmarkten.

## Wie weet boeken de centrale banken ooit af op hun opgekochte obligaties

*En beleidsfouten, te snelle rentestappen?*

Dat zie ik wat minder. De autoriteiten zitten liever wat achter de curve dan dat ze te snel en te hard ingrijpen.

**De Ruiter:** Ik zie verschillende risico's. Ik sluit niet uit dat de VS in een recessie schieten. De consument laat het in dit scenario afweten. Ze hebben al auto's gekocht en hun huis opgeknapt omdat de rente zo laag is. Dat kan overslaan naar Europa. De overheden hebben weinig vet op de botten en de rente kan niet verder omlaag. De rentelasten plus de uitgaven voor sociale zekerheid en defensie zijn voor de Amerikaanse overheid nu al hoger dan de belastingopbrengsten. Dat maakt ze gevoelig voor een rentestijging. Duitsland zal niet per definitie zijn rol als voortrekker pakken, terwijl de andere overheden weinig ruimte hebben.

*Homan:* Er zit hier wel wat in, maar je kunt ook niet uitsluiten dat de overheid blijft stimuleren, dat zal in elk geval onder Trump gebeuren. In Japan vergaat de wereld niet met een schuld die twee keer het BBP is en die gewoon uit eigen besparingen gefinancierd kan worden. Maar op den duur kan men die schulden niet aflossen. Het is mogelijk een wat fantasievolle gedachte, maar ik sluit niet uit dat de centrale banken op enig moment die vorderingen afboeken zonder dat daar een haan naar kraait. Uiteindelijk gaat het om vorderingen op hunzelf, dus de belastingbetaler gaat daar weinig van merken.

*De Ruiter:* En dan hebben we nog een zwarte zwaan. Beleggers denken dat de inflatie dood is. Niemand heeft zich erop ingesteld dat hij weer terugkomt. Als er weer inflatie komt, dan kan dat grote gevolgen hebben. Denk maar aan een snelle stijging van de rente. In dat scenario hebben we echt een probleem. De rente gaat versneld omhoog en de risicopremies zullen stijgen. Ik weet dat de kans klein is, maar in het geval van een onverwachte inflatieschok hebben we een probleem, vooral ook omdat niemand daarop is geëxpecteerd.

*Tussen de regels door hoor ik hier een duidelijk advies om obligaties te mijden.*

*Homan:* De vooruitzichten voor obligaties zijn zeer gematigd. Wij houden onze beleggers duidelijk voor dat ze rekening moeten houden met een zeer beperkt tot zelfs negatief potentieel. Bij een snelle rentestijging komt de klap hard aan en daarom zitten we op de korte kant van de curve. Je moet geen extreem lange looptijden aan boord nemen. De Ruiter vult aan: Je ziet dat er nu overheden aan de markt komen met extreem lange looptijden. Zoals Ierland, Italië en Oostenrijk. Dat vind ik nu zeer onverstandig, vooral ook omdat het in een aantal gevallen om minder solide partijen gaat. Dat is vragen om problemen. Ook high yield wordt een bloedbad bij een snelle rente stijging.

*En, heren, wie is er morgen president van de VS?*

In koor: Wij hopen en verwachten Clinton. ■