

# JAAP VAN DUIJN VOORZIET NIEUWE RECESSIE

Door René Bogaarts

Met zijn waarschuwing voor verder dalende rente en een volgende recessie zette de bekende econoom Jaap van Duijn de toon op Financial Investigators educatieve bijeenkomst over vastrentende waarden. Veel pensioenfondsbestuurders deelden zijn mening maar hadden nog geen plannen om hun beleid aan te passen.

De kans is groot dat de rente de komende tijd nog verder daalt. Met die onheilspellende boodschap opende professor Jaap van Duijn, de vroegere topman van Robeco, op 21 maart Financial Investigators educatieve bijeenkomst voor pensioenfondsbestuurders ten kantore van Achmea Investment Management. Van Duijn, die vreest dat we afstevienen op een nieuwe recessie, gaat ervan uit dat de meeste pensioenen gekort moeten worden. 'Ik heb met u te doen', zei hij. 'Maar alles is relatief. Buitenlandse pensioenfondsen staan er veel slechter voor.'

Van Duijn opende de serie van zes presentaties. Hij wist de lachers op zijn hand te krijgen, maar zijn betoog was zowel helder als pessimistisch. 'Met desperate mensen als Draghi en Yellen aan de top gaat de rente nog verder dalen', stelde hij. De presidenten van de Europese en de Amerikaanse centrale bank denken volgens hem dat ze met extreem lage of misschien zelfs negatieve rentetarieven de investeringen aan kunnen jagen. Van Duijn gelooft daar niets van. 'Ik heb in de jaren tachtig tijden van economisch herstel gezien met rentes van 6%, waarin ondernemers gewoon investeerden', zei hij. 'Maar op dit ogenblik zien we dat de investeringen dalen, in Duitsland, Japan, Engeland en de VS. In Nederland liggen de investeringen op het niveau van 1946.' Op de door hem getoonde grafiek was duidelijk te zien dat de investeringen in Nederland de hele tussenliggende periode stukken hoger waren.

Dat de ECB steeds maar extra geld in de economie pompt en de rente laag houdt, heeft volgens Van Duijn mede te maken met

de druk die uitgeoefend wordt door de centralebankpresidenten uit zwakke economieën als Italië, Spanje en Portugal. 'Er wordt Nederlands spaargeld naar die landen gepompt', aldus Van Duijn. Hij riep de aanwezigen op om brieven te sturen naar de ECB met de boodschap dat de centrale bank onafhankelijk dient te zijn. Tijdens de pauze bleek dat veel van de seminarbezoekers de visie van Van Duijn deelden.

Gerard Moerman, Hoofd van de afdeling Rates and Money Markets van Aegon Asset Management, liet zien dat het universum van vastrentende waarden de laatste jaren flink is uitgedijd. Naast oude categorieën als staatsobligaties, bedrijfsobligaties en asset backed-securities hebben hypotheek-, infrastructuurleningen en financiering voor sociale woningbouw aan populariteit gewonnen. Moerman spitste zijn betoog toe op de beoordeling van het liquiditeitsrisico, als bron van rendement naast rente- en kredietrisico. 'Wij zien dat liquiditeitsrisico aantrekkelijk is geprijsd', zei hij.

Vergeleken bij liquide staatsobligaties zijn staatsgegarandeerde leningen minder liquide en ze leveren daardoor meer rendement op. Hetzelfde verschil zit hem in gewone bedrijfsleningen en minder liquide onderhandse leningen, die ook vaak deels door de overheid worden gegarandeerd. Moerman gaf aan dat steeds meer partijen fondsen lanceren die beleggen in illiquide categorieën als hypotheek-, sociale woningbouw en gegarandeerde exportkredieten. 'Het gaat niet om de vraag hoeveel je daarin als pensioenfonds moet beleggen, maar

hoeveel liquide middelen je nodig hebt', gaf hij als handvat mee.

De laatste spreker voor de pauze was Senior Solutions Specialist Martijn de Vree van Insight Investment. Hij hield zijn gehoor voor dat renteafdekking ook bij het huidige lage renteniveau verstandig is. 'U heeft van professor Van Duijn gehoord dat de rente nog lager kan worden', haakte hij handig in op de eerste spreker. Ook veranderende regelgeving en rijping van pensioenfondsen vragen volgens hem om renteafdekking. Ondanks de lage rente is er nog steeds sprake van grote volatiliteit op de rentemarkt, die flinke impact kan hebben op de verplichtingen van pensioenfondsen. Zijn stelling is dat je beter ander risico kunt lopen.

De Vree gaf aan dat renteafdekking duur is, maar stelde dat de kosten gedrukt kunnen worden door daar verstandig mee om te gaan. Pensioenfondsen zouden niet alleen bewuster kunnen kiezen met welke instrumenten ze hun rente afdekken, maar ook op welke termijn ze dat doen. Het kan voor pensioenfondsen handig zijn om de rente pas over tien jaar af te dekken, maar dat nu al te regelen. Uit de getoonde grafieken bleek dat zo een aanpak (op dit moment) goedkoper is.

Een half uur voor de pauze werd door de bezoekers in drie groepen gediscussieerd aan de hand van stellingen over de vrijheid om je vastrentende beleid vast te stellen, de onduidelijkheden op dat gebied en de voorkeuren van pensioenfondsen. De teneur was dat de meeste aanwezigen niet van plan leken hun beleid drastisch te wijzigen. Wat meer vrijheid zou prettig zijn, maar binnen de gegeven kaders leken ze redelijk hun werk te kunnen doen. Waar de een belangstelling had gekregen voor minder liquide beleggingen, legde een ander uit dat fondsen die aansturen op een fusie juist minder illiquide beleggingen wilden.

Rogier Krens, CIO van Achmea Investment Management, wees zijn gehoor na de pauze op de voordelen van integraal

rentebeheer. Zeker in woelige tijden, waarin niemand kan zeggen hoeveel renteafdekking nodig is, het begrip zelf onduidelijk is en er hoge eisen aan governance worden gesteld. 'Maar het risicomanagement is ineffectief als je de blokken in je vastrentende portefeuille los van elkaar beheert en de kosten zijn hoger', stelde hij. Bovendien kan een pensioenfonds sneller reageren op de markt als een beheerder mandaat heeft over de verschillende blokken. Hij liet zien dat de renteversillen op een willekeurige dag tot wel drie basispunten opliepen en rekende voor dat een pensioenfonds gemakkelijk een paar miljoen kan verliezen als het binnen een dag op het verkeerde moment handelt.

Een vrij onbekende beleggingscategorie van Nederlandse bodem toonden Caroline Muste-Merks en Yvonne Bakkum, respectievelijk Hoofd Fixed Income Insurance bij NN Investment Partners en Directeur van FMO Investment Management: leningen aan bedrijven in ontwikkelingslanden. Bakkum beklemtoonde de gunstige neveneffecten van Westerse leningen, zoals groei van de lokale economieën en de positieve impact op mensen. Muste wees op de stabiliteit van de rentestroom. De betreffende FMO-portefeuille had de afgelopen jaren een rendement van ruim 5% behaald. Op een vraag uit de zaal kon Muste antwoorden dat valutarisico's zijn afgedekt. Bakkum vulde aan dat allocaties van 100 miljoen euro geen probleem zijn.

De laatste spreker op het seminar was Bernard Walschots, CEO van het Rabobank Pensioenfonds. Hij liet zien hoe dat fonds zijn risicobudget met behulp van een rekenmodel verdeelt over aandelen en renteproducten. Wat vooral bij bezoekers bleef hangen was het feit dat het pensioenfonds op grote schaal gebruikmaakt van allerhande derivaten om te allen tijde te voorkomen dat het moet korten op de uitkeringen, en tegelijkertijd kansen kan benutten om gedeeltelijk of volledig te indexeren. 'Er wordt vaak gezegd dat je niet beloond wordt als je geen risico neemt', zei Walschots, 'maar dat is volgens ons niet helemaal juist.' «



Foto's: Ruben Eshuis Fotografie