

omdat die elk jaar een vaste rente uitkeren en aan het einde van de looptijd afgelost worden.

TWEE VOORWAARDEN

Er zijn twee belangrijke zaken die ten grondslag liggen aan die redenering. In de eerste plaats dat de kans nihil is dat een westers land – want daar hebben we het in feite over bij beleggen in staatsobligaties – een lening niet zal terugbetalen of de rente gedurende de looptijd niet zal uitkeren. Maar er is nog een tweede belangrijke zaak in dit opzicht, eentje waar beleggers zich een zeer lange tijd niet om hoefden te bekommeren, en dat is dat de jaarlijkse inflatie laag moet zijn, zeg om en nabij 2 procent per jaar.

Het eerste punt spreekt voor zich. Als een belegger in staatsobligaties rekening moet houden met het uitblijven van rentebetalingen of het niet aflossen van de lening, dan is er geen sprake van een risicovrije vermogenscategorie.

Het tweede punt is minstens zo belangrijk, maar wordt vaak over het hoofd gezien. Als de inflatie elk jaar om en nabij 2 procent bedraagt en beleggers 4 à 5 procent rente op een staatsobligatie krijgen (zoals gebruikelijk was op bijvoorbeeld Nederlandse tienjarige staatsobligaties voor de financiële crisis in 2008), dan is er niets aan de hand en is er geen reden voor slapeloze nachten. De belegging wordt niet alleen nominaal, maar ook in reële termen meer waard (dus na aftrek van inflatie), zonder risico.

Als inflatie structureel hoger uitpakt en zelfs boven de (juist gedaalde) rente uitkomt, dan zet dat de hele zaak op zijn kop. Het belegde geld wordt in dat geval, in reële termen, minder waard.

ZORGWEKKEND

Met deze twee noodzakelijke voorwaarden om staatsobligaties als risicovrij te beschouwen



OVER DE AUTEUR

*Edin Mujagić
is econoom
(gespecialiseerd
in het beleid van de
centrale banken)
en beheerder bij
beleggingsfonds
Hoofbosch.*

**ALS INFLATIE
STRUCTUREEL
HOGER
UITPAKT, DAN
ZET DAT DE
HELE ZAAK OP
ZIJN KOP**

in ons achterhoofd, dient de vraag zich aan of dat nog steeds het geval is in de huidige economische omgeving.

Kijken we naar het eerste punt, namelijk de kans dat een westers land een lening of de rente erop niet kan honoreren, dan kunnen we aannemen dat die kans nog steeds heel erg klein is. Maar hoe zit het met het tweede punt, dat de inflatie elk jaar laag zal zijn?

Veel eurolanden (de relevante groep voor Nederlandse beleggers, omdat staatsobligaties in euro luiden en er dus geen wisselkoersrisico is) hebben zeer hoge staatsschulden. Landen als Frankrijk, Italië en Spanje, drie van de vier grootste economieën van de muntunie, hebben alle een staatsschuld van (ruim) meer dan 100 procent van het bbp. Dat zijn zeer zorgwekkende percentages, enerzijds omdat de stelregel is dat we bij een staatsschuld van meer dan 90 procent van een groot probleem kunnen spreken; anderzijds omdat het groeivermogen van die economieën (iets dat uiteindelijk voor inkomen voor de overheden en financiering van die schulden zorgt) belabberd is. Dat heeft overigens te maken met de te hoge schulden: die remmen economische groei af.

GEEN AANSTALTEN

Die landen maken bovendien ook geen aanstalten iets aan die te hoge schulden te doen. Daarom valt te verwachten dat die schulden verder zullen stijgen, zeker met allerlei nieuwe uitgaven zoals aan infrastructuur, energietransitie en defensie. Wat in dit opzicht ook relevant is, is dat de Europese Commissie om die uitgaven mogelijk te maken, de bepaling uit de Europese begrotingsregels over het maximale begrotingstekort buiten werking heeft gesteld.

Naast defensie, energietransitie en infrastructuur, is er ook de naderende pensioenre-

kening door de vergrijzing. De Wetenschappelijke Raad voor het Regeringsbeleid (WRR) heeft onlangs in een rapport geconcludeerd dat 19 van de 20 eurolanden de pensioenrekening niet gefinancierd hebben. Dat houdt in dat het vrijwel zeker is dat ze dat geld zullen gaan lenen. Immers, pensioenen verlagen is een garantie voor verkiezingsnederlagen, zeker omdat het aandeel van gepensioneerden in de groep met stemrecht met het jaar groter zal worden. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft onlangs zelfs gewaarschuwd voor een nieuwe schuldencrisis als eurolanden hun financiën niet op orde brengen.

Dat alles hoeft niet te betekenen dat de eurolanden de rente en aflossingen op hun schulden niet zullen kunnen opbrengen. De vraag is echter hoeveel de euro's die ze daarvoor zullen gebruiken, nog waard zullen zijn. Oftewel: zal de inflatie om en nabij 2 procent per jaar blijven?

RISICOVRIJ?

Inflatie komt de overheden met zeer hoge en stijgende schulden, heel goed uit. Dat geldt voor vrijwel alle eurolanden. Gezien de opstelling van de ECB sinds 2021 ten aanzien van inflatie (te laat ten strijde getrokken, te vroeg die strijd gestaakt en te snel weer de rente verlaagd) ben ik er niet zeker van dat inflatie in de eurozone in de toekomst rond 2 procent per jaar zal liggen.

In zo'n omgeving is het zeer de vraag of staatsobligaties in de toekomst nog steeds risicovrije beleggingen zijn. We horen de laatste tijd vaak dat de wereld ingrijpend is veranderd door allerlei ontwikkelingen op (geo) politiek gebied. Vergeet daarbij niet dat de wereld van financiën en beleggingen geen eigen universum is, maar een integraal onderdeel van die snel veranderende mondiale realiteit!