Een steeds interessanter obligatierendement

Door *Marsel Paraev*



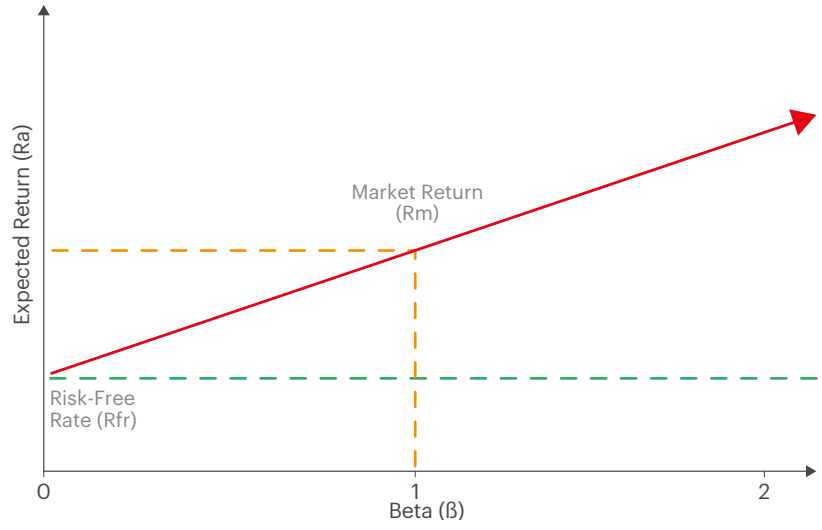
Om te beginnen wil ik enkele principes in herinnering brengen die verband houden met de rentevoeten en bijgevolg met obligaties. **Obligaties en staatsleningen vormen de grootste markt voor financiële activa, vele malen groter dan de aandelenmarkt. Obligaties vormen immers de basis waarop de andere activaklassen worden geprijsd.**

Het CAPM-model wordt in het Nederlands het KAPM genoemd: het **kapitaalactivaprijsmodel**. De horizontale lijn geeft ons het risicovrije rendement (Risk-Free Rate), dat in theorie overeenkomt met wat staten betalen op hun schuld. Het gedeelte 'zonder risico' betekent dat er in principe geen betalingsverzuim kan plaatsvinden. Vervolgens geldt dat, naarmate we verdergaan op de blauwe stijgende lijn, we hogere rendementen kunnen verwachten, maar dat dit ook meer risico met zich meebrengt. Dat is volkomen logisch, want om het model betekenisvol te maken, moet een belegger die een hoger rendement nastreeft dit proberen te verkrijgen via beleggingen die een hoger potentiëel rendement bieden, maar waarbij dit rendement niet gegarandeerd is en dus meer risico inhoudt. In het tegenovergestelde geval zou er geen risico zijn en zouden we terugkeren naar het risicovrije rendement.

Vervolgens zijn er twee manieren om naar rentevoeten te kijken: op korte of op lange termijn. De kortetermijnrente wordt vastgesteld door de centrale banken. In ons geval gaat het om de ECB. Deze gebruikt talrijke economische indicatoren en haar mandaat om het beste rentebeleid in te schatten teneinde de doelstellingen die zij zichzelf heeft opgelegd zo goed mogelijk te bereiken. Aan de andere kant worden de langetermijnrentevoeten gevormd door de markt. Verschillende economische marktdeelnemers bepalen via hun transacties de langetermijnrente die volgens hen het best de marktomstandigheden weerspiegelt. Hieruit volgen dus twee conclusies: centrale banken controleren enkel de kortetermijnrente en de markt bepaalt de langetermijnrente.

Ten slotte moeten we, om het kader vast te leggen, het onderscheid in bevoegdheden verduidelijken tussen de staat, die instaat voor de organisatie van het maatschappelijke leven, en de centrale bank, die volgens haar mandaat of mandaten moet ingrijpen in de economie en de financiële wereld. Het mandaat van de Europese Centrale Bank bestaat bijvoorbeeld uit het waarborgen van prijsstabiliteit in de eurozone, terwijl dat van de Federal Reserve van de Verenigde Staten bestaat uit het nastreven van zowel volledige werkgelegenheid als prijsstabiliteit. Nu het algemene kader is vastgelegd, kunnen we de huidige situatie op de markten analyseren.

Grafiek 1: Kapitaalactivaprijsmodel (KAPM)



Inflatie is een oplossing voor de schuld omdat elke euro die zal worden terugbetaald, minder waard zal zijn dan zijn oorspronkelijke waarde: inflatie vermindert immers de koopkracht ervan.

Ik ben er zeker van dat u heeft gehoord over de enorme schuldenlast van de meeste ontwikkelde landen. Japan is uiteraard het meest extreme voorbeeld, maar het belangrijkste land is de Verenigde Staten. Dit land vormt de hoeksteen van het huidige systeem.

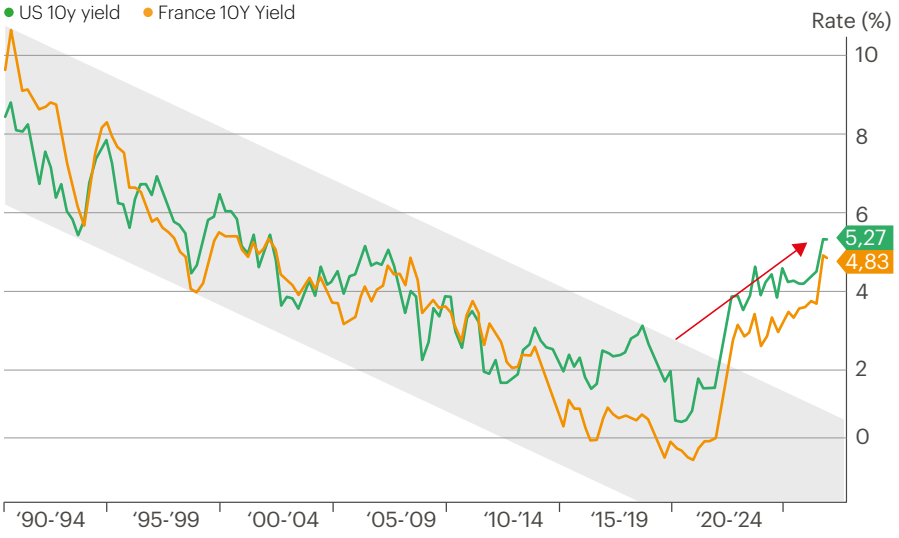
Toen Amerika de belangrijkste wereldmacht werd, behoorde het grootste deel van de industriële productie aan het land toe, had het weinig schulden en beschikte het over een dynamische economie. Dit is in het algemeen de evolutie van goed bestuurde landen. In dat kader worden de rentevoeten afgestemd op de verwachtingen voor de economie en geeft de staat in tijden van crisis meer uit om de economie te ondersteunen. Tijdens betere economische periodes vermindert de staat vervolgens zijn schuldenlast, onder meer dankzij hogere belastinginkomsten en een handelsoverschot. **Het probleem is dat Amerika al jarenlang geen overschot meer heeft en uitsluitend tekorten kent, die bijdragen aan de verdere stijging van de schuld terwijl de economie het goed doet.**

Laten we proberen het schuldenprobleem verder te ontleden. **Toen de rentevoeten na de crisis van 2008 en tot aan de economische schok als gevolg van COVID-19 dicht bij 0% lagen, vormde de schuld theoretisch gezien geen groot probleem.** Er waren immers nauwelijks rentelasten op de hoofdsom en, indien de inkomsten van een staat onvoldoende waren om zijn tekort te financieren, kon die staat zich tegen bijna 0% herfinancieren. Op die manier werd de werkelijke vervaldag als het ware vooruitgeschoven zonder het probleem daadwerkelijk op te lossen.


Federal Reserve Chairman Kevin Warsh. Bron: The White House / Flickr

Sinds de inflatie opnieuw een realiteit is geworden, zijn de centrale banken opnieuw verplicht om deze factor mee te nemen in hun besluitvorming. Het probleem met inflatie is dat zij een oplossing kan vormen voor de schuldenproblematiek, omdat ze als een onzichtbare belasting kan worden beschouwd, maar tegelijkertijd een grote moeilijkheid vormt voor kmo's en gezinnen, omdat het leven duurder wordt. Het is een oplossing voor de schuld omdat elke euro die zal worden terugbetaald, minder waard zal zijn dan zijn oorspronkelijke waarde: inflatie vermindert immers de koopkracht ervan.

Grafiek 2: The end of the 30 year Bond Bull Run
Bron: Bloomberg, data as of 5/10/2026.



Het probleem is dat Amerika al jarenlang geen overschot meer heeft en uitsluitend tekorten kent, die bijdragen aan de verdere stijging van de schuld terwijl de economie het goed doet.



Wanneer de inflatie hoog is of naar verwachting langdurig hoog blijft, kunnen kredietverstrekkers, zich beschermen tegen het reële waardeverlies van de bedragen die zij uitlenen. Ze kunnen bijvoorbeeld hogere nominale rentevoeten eisen om hun reële rendement op peil te houden. In theorie draagt dit dus bij aan een opwaartse druk op de rentevoeten.

Deze situatie illustreert de bijzonder delicate positie van centrale banken: zij moeten de inflatie bestrijden door de monetaire voorwaarden voldoende restrictief te houden, maar tegelijk vermijden dat de stijgende rente te zwaar weegt op investeringen, de economische activiteit, gezinnen en ondernemingen.

Centrale banken zouden onafhankelijk moeten zijn, maar wanneer een staat middelen wil aantrekken om langetermijnprojecten te financieren, moet het schulden uitgeven. Als de langetermijnrente echter hoger ligt, kan de staat zich dit moeilijk veroorloven. Hij heeft dan twee opties: op korte termijn lenen of ervoor zorgen dat de centrale bank zijn uitgiftes aankoopt om de langetermijnrente te controleren. In dat laatste geval komt de onafhankelijkheid van de centrale bank echter ter discussie te staan en bevinden we ons in een situatie van yield curve control, oftewel controle van de rentecurve.

We zouden ons dan kunnen afvragen waarom een staat niet gewoon zijn uitgaven verlaagt. Ook dat is echter zeer moeilijk. Er bestaan zoveel programma's waarvoor de staat zich financieel heeft geëngageerd en waarvan de bevolking niet wil dat ze worden aangetast. Neem bijvoorbeeld de discussies rond pensioenen en sociale zekerheid. Bovendien hebben kandidaten tijdens verkiezingsperiodes weinig kans om verkozen te worden indien ze voorstellen om de staatsuitgaven te beperken door de sociale voordelen te verlagen.

Bijgevolg bestaat de enige haalbare optie erin een aanpak te hanteren die verschillende technieken tegelijkertijd combineert of die elkaar in de tijd opvolgen. Dit zou echter waarschijnlijk worden afgedwongen door een exogene gebeurtenis en bijgevolg zou het oplossen van deze problematiek pijnlijk kunnen zijn.

In zijn column in Trends[1] analyseert Bruno Colmant de risico's van de oplopende schuld van de Verenigde Staten en onderscheidt hij vijf scenario's die zich kunnen combineren: de schuld inkorten, de schuld laten opkopen door het Amerikaanse spaargeld, de lange rente plafonneren, de schuld terugbetalen via inflatie en eenzijdig de regels van de dollar wijzigen.

Een element dat hij in zijn recente artikel in *Trends* echter niet heeft onderzocht, is een gedwongen verlaging van de coupons die obligaties aan beleggers op de bestaande schuld moeten betalen. Er bestaat een historisch precedent waarbij president Garfield in 1881[2] in de Verenigde Staten beleggers een keuze voorlegde:

[1] Scénarios pour la dette américaine et la réponse à y apporter : investir en or. https://history.state.gov/historicaldocuments/frus1881/message-of-the-president
[2] https://history.state.gov/historicaldocuments/frus1881/message-of-the-president



Het is mogelijk dat het optreden van de centrale bank niet langer volstaat om de onevenwichtigheden op te lossen en dat er bijgevolg een diepgaandere oplossing moet worden gevonden.

ofwel werd de coupon verlaagd, ofwel kocht de staat de obligaties terug tegen de huidige prijs en moesten de beleggers het geld tegen de marktrente opnieuw investeren. In feite zijn beide opties slechts verschillende formuleringen van hetzelfde principe.

Beschouwen we een coupon van 2% op een obligatie met een looptijd van vijf jaar die wordt gehalveerd. De obligatie zou dan gedurende de komende vijf jaar slechts 1% per jaar betalen.

De totale kost zou bijgevolg 5% bedragen in plaats van 10%. Laten we nu kijken naar hetzelfde voorbeeld waarbij de obligatie door de staat wordt teruggekocht tegen 100. De belegger krijgt dan 100 terug en ontvangt niet langer de coupon van 2%, maar moet het geld tegen de marktrente herinvesteren, dus tegen 1%, en zal gedurende de volgende vijf jaar 1% ontvangen. Het is duidelijk dat beide situaties in wezen hetzelfde resultaat hebben.

In het licht van wat hierboven werd geanalyseerd, beste lezer, wil ik aangeven wat voor mij logisch lijkt op de obligatiemarkt. Vaak maakt men een eenvoudige redenering en stelt men dat, als de centrale bank haar beleidsrente, en dus de kortetermijnrente, verlaagt, ook de langetermijnrente zou dalen. We hebben echter gezien dat de markt deze laatste bepaalt, hoewel een centrale bank wel invloed kan uitoefenen door actief staatspapier op te kopen.

Daarbij rijst een andere vraag: hoe groot is het vertrouwen van de markt in dergelijke acties? Als we een staat enigszins vergelijken met een onderneming die financiering zou aanvragen, geldt dat wanneer deze onderneming ongezonde of onevenwichtige financiën heeft, de bank en de markt een risicopremie zouden vragen om haar geld te lenen. In theorie geldt voor een staat hetzelfde, met als verschil dat een staat ook de belastingen kan verhogen om te proberen zijn schuldenlast te verlichten. Al deze maatregelen kunnen echter het vertrouwen van beleggers aantasten, waardoor zij uiteindelijk toch een hogere rente zullen eisen.

Omwille van de eenvoud zal ik mijn analyse hier beëindigen en enkel nog afsluiten met een praktische visie. Het lijkt mij dat, in een situatie zoals we die vandaag waarnemen, het mogelijk is dat het optreden van de centrale bank niet langer volstaat om de onevenwichtigheden op te lossen en dat er bijgevolg een diepgaandere oplossing moet worden gevonden.

In afwachting van een nieuw evenwicht zou het mij niet verbazen dat de langetermijnrente op Amerikaanse overheidsschuld richting een rendement van 6% zou stijgen. In afwachting van die drempel lijkt het mij redelijk om op korte termijn te beleggen. Het is belangrijk om in gedachten te houden dat, als we richting 6% gaan, dit betekent dat de verschillende activaklassen tegelijkertijd een herwaardering op de markt kunnen ondergaan. Het zou daarom noodzakelijk zijn om zich aan de marktomstandigheden aan te passen naarmate deze parameters evolueren. •

SECURITIES
DE MUNTER

LUXEMBURG
120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxemburg
Tel (+352) 453929-1

BELGIË
Franklin Rooseveltlaan 142
B-1050 Brussel
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Antwerpen
Tel (+32) 3 220 00 60

BTW LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER
Copyright © 2026 Securities De Munter.
Alle rechten voorbehouden.

Disclaimer. Dit magazine is een publicatie van Securities De Munter, gereglementeerd door het CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) in het Groothertogdom Luxemburg. Deze uitgave mag niet worden gezien als een beleggingsvoorstel. Dit is een informatief document dat de vennootschap in geen geval bindt. De vennootschap Securities De Munter garandeert niet dat de financiële instrumenten die in dit document gebruikt worden geschikt zijn voor u. Alle financiële transacties die u verricht, rekening houdend met de financiële informatie in deze brochure, worden uitgevoerd met uw volle verantwoordelijkheid. Beleggen in bepaalde financiële instrumenten (zoals aandelen) kan een aantal grote risico's met zich meebrengen. Vóór de uitvoering van alle transacties moet de belegger over een kennis- en ervaringsniveau beschikken dat nodig is om de risico's verbonden aan het gebruik van bepaalde financiële instrumenten te begrijpen. In sommige gevallen kunnen deze risico's leiden tot een tijdelijke vermindering of zelfs verlies van een deel of het geheel van het belegde kapitaal. Medewerkers van Securities De Munter kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden. De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Securities De Munter kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties.Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Securities De Munter. Deze publicatie is onderworpen aan het Luxemburgs recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Luxemburgse rechtbanken.