

De millenniumrisicopremie

Auteur(s):

Berg, B. van den
Brinke, W. ten
ABN Amro Economisch Bureau.

Verschenen in:

ESB, 84e jaargang, nr. 4219, pagina 652, 10 september 1999

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten

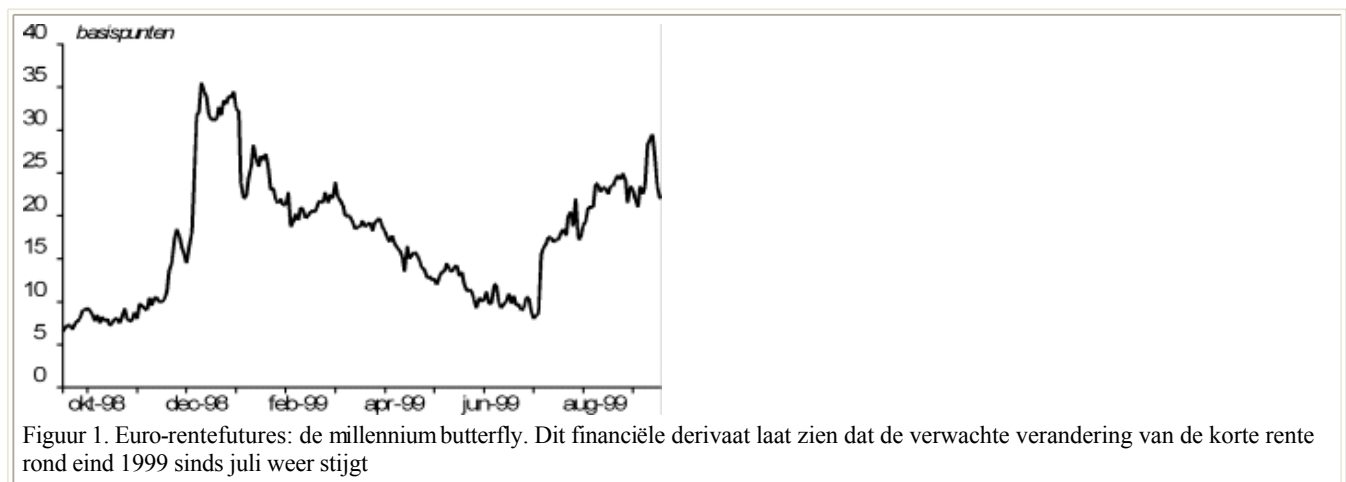
De onzekerheid over de millenniumovergang leidt tot een voorkeur voor liquiditeit. Dit valt af te leiden uit prijsbewegingen op zowel de geldmarkt als de obligatiemarkt. Aandelenmarkten blijken vooralsnog resistent tegen de millenniumkoorts.

Mogelijke problemen op de geldmarkt bij de overgang naar het nieuwe millennium worden vooral veroorzaakt door het liquiditeitsrisico. Dit ontstaat bijvoorbeeld omdat tegenpartijen niet aan hun rente- en aflossingverplichtingen kunnen voldoen, bedrijven kasmiddelen nodig hebben om computerproblemen op te lossen en consumenten extra geld opnemen omdat ze problemen verwachten in het bankwezen. Banken zullen hun kredietverlening waarschijnlijk op een lager pitje zetten en hun leenvoorwaarden aanscherpen, waardoor het vooral voor kleine marktpartijen moeilijker wordt om liquiditeit uit de geldmarkt te halen. Een en ander zal leiden tot stijgende geldmarkttarieven tegen het jaareinde.

De 'butterfly'

Bij een nadere analyse van de invloed van het millenniumprobleem op de geldmarkt biedt de rente die afgeleid kan worden uit futurescontracten een goed aanknopingspunt. Deze afgeleide rente geeft de verwachte toekomstige rente weer, in dit geval rond het jaareinde. Meer specifiek kan gekeken worden naar de zogenaamde 'millennium butterfly': de gelijktijdige aankoop van een Sep99-contract (de vleugel), verkoop van twee Dec99-contracten (het lichaam) en de aankoop van een Mar00 contract (de vleugel)¹.

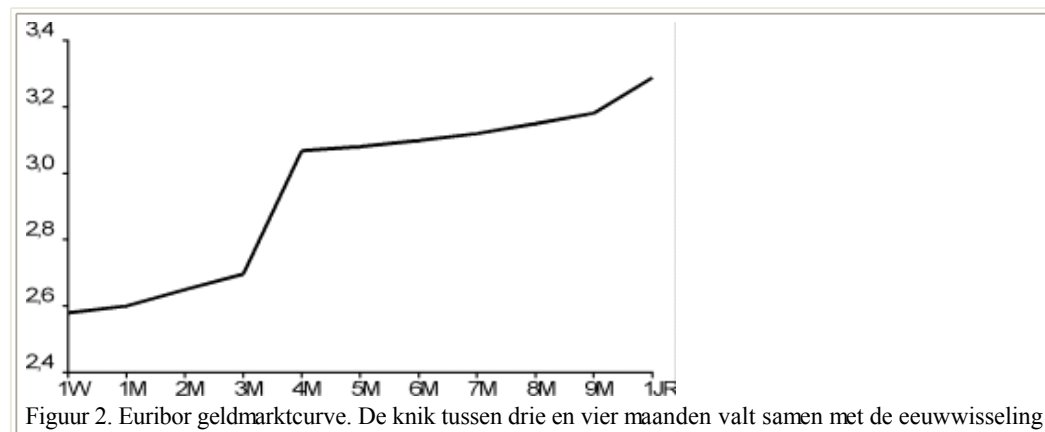
[figuur 1](#) toont het verschil tussen de rente op het Dec99-contract en het gemiddelde van de rentes op het Sep99-contract en het Mar00-contract, voor Euribor-rentefutures. Dit verschil weerspiegelt de verwachte verandering van de korte rente tegen het einde van 1999, en kan worden aangeduid als de risicopremie die samenhangt met de overgang naar het nieuwe millennium². De figuur laat zien dat de financiële markten een premie voor het millenniumprobleem begonnen in te prijzen tegen het einde van vorig jaar. Tijdens de voorbereidingen voor de introductie van de euro op de financiële markten, realiseerden diverse partijen zich dat ook de overgang naar het nieuwe millennium enorme systeem aanpassingen zou vergen. Sindsdien was de 'millenniumrisicopremie' volatiel, maar daalde geleidelijk tot minder dan tien basispunten in juni. Recentelijk veerde de premie echter weer op tot een huidig niveau van dertig basispunten.



Hogere rente

Hoewel de gevolgen voor de interbancaire rentevoeten tot nu toe beperkt zijn gebleven, komt daar verandering in omdat bijvoorbeeld het viermaands contract op de interbancaire geldmarkt nu afloopt na de eeuwwisseling. [figuur 2](#) laat zien dat de knik in de Euribor-geldmarktcurve zich momenteel tussen de contracten met een looptijd van drie en vier maanden bevindt, hetgeen overeenkomt met het

jaareinde. Enkele voor de markt zeer belangrijke rentetarieven liggen nu al zo'n dertig basispunten hoger dan onder normale omstandigheden en volgende maand zal ook het belangrijke driemaands tarief beïnvloed worden. Het effect op de kortere tarieven zal zelfs nog sterker zijn dan voor langere looptijden, omdat de rente een gemiddelde is van het huidige daggeldtarief en alle verwachte daggeldtarieven tot de afloop van het contract. Per definitie geldt dat, naarmate de looptijd korter is, het gewicht van de periode waarin de daggeldrente op een hoog niveau ligt groter is. Normaal gesproken stijgen de geldmarkttarieven eind november circa vijftien basispunten doordat financiële instellingen hun balansen opschonen aan het eind van het boekjaar en door grote kasopnames van particulieren met het oog op de feestdagen. De afgeleide rente uit futurescontracten en de helling van de huidige geldmarktcurve suggereren dat de rentehobbel dit jaareinde veel hoger zal zijn.



Vlucht naar liquiditeit op obligatiemarkten

Verstoringsen door de overgang naar het nieuwe millennium kunnen verwacht worden aan zowel de vraag- als de aanbodzijde van de Europese obligatiemarkt. Deze zullen deels gelijktijdig plaatsvinden, omdat zowel de uitgifte van bedrijfsobligaties als de vraag van beleggers voor de rest van het jaar zich zal concentreren in de komende twee maanden. De rest van dit jaar zal liquiditeit een belangrijk beleggingsmotief zijn. Fondsmanagers zullen de liquiditeit van hun portefeuille willen vergroten vanwege onzekere rentebetalingen. Meer specifiek zullen beleggers terughoudend zijn met beleggen in obligaties met couponbetalingen in de eerste weken van 2000. Tevens zullen zij hun boeken vroeg sluiten en zetten zij daarmee een rem op de vraag naar obligaties in de laatste maanden van dit jaar.

Vraag

De vlucht naar kwaliteit en liquiditeit heeft drie dimensies: markt, land en looptijd. Allereerst zullen beleggers waarschijnlijk (de minst liquide) bedrijfsobligaties verkopen en risicovrije staatsobligaties kopen. Dit betekent dat, tegen het eind van het jaar, de markt voor staatsobligaties kan profiteren van de vlucht naar kwaliteit en de rente kan dalen. Additionele vraag naar staatsobligaties kan komen van Europese banken, omdat deze obligaties kunnen worden gebruikt als onderpand voor het verkrijgen van liquide middelen van de Europese Centrale Bank. Als banken zich gaan voorbereiden op de grote liquiditeitsbehoefte rond het jaareinde zal de vraag naar deze beleenbare activa toenemen. Voorts zullen beleggers op de Europese kapitaalmarkt zich concentreren op de Duitse benchmark-obligaties, ten koste van andere Europese kern- en perifere landen. Ten slotte zullen beleggers zich binnen de nationale kapitaalmarkten richten op de benchmarks (vooral met een looptijd van tien jaar) in plaats van andere looptijden.

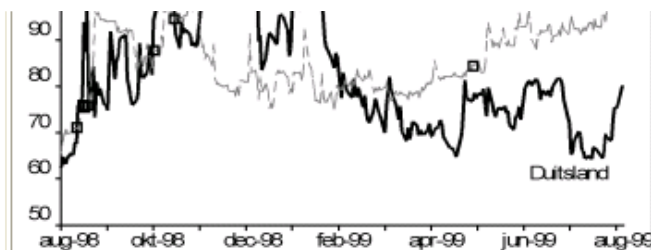
Aanbod

Aan de aanbodkant worden uitgifteactiviteiten naar voren geschoven, vooral in de markt voor bedrijfsobligaties. Eerder dit jaar was er al een sterke emissieactiviteit als gevolg van de invoering van de euro en de daaropvolgende diversificatiestrategieën van portefeuillemanagers. Nu is de motivatie vooral de verwachte terugval in de interesse van beleggers vanwege het vervroegd sluiten van de boeken en een mogelijke vlucht naar kwaliteit (van bedrijfs- naar staatsobligaties). Voorts is er een toenemend besef dat de rentecyclus is gekeerd en dat de volgende rentestap van de Europese Centrale Bank eerder opwaarts dan neerwaarts zal zijn. Het lijkt plausibel dat, gegeven deze hogere renteverwachtingen, bedrijven proberen om goedkoop te lenen nu het nog kan.

Liquiditeitsrisico stuwt 'credit spreads' omhoog

De consequenties van bovengenoemde strategieën worden zichtbaar in de prijsontwikkelingen op de Europese obligatiemarkten. Een eerste aanwijzing voor de vlucht naar liquiditeit vinden we in de credit-spreads. Een credit-spread is de premie die een emitterende onderneming betaalt bovenop de rente op risicovrije staatsobligaties. Hogere credit-spreads geven een hoger risico weer dat de onderneming niet tijdig aan de (rente-) betalingsverplichtingen kan voldoen (kredietrisico), of een hoger risico dat de obligatie niet kan worden verkocht voor de juiste prijs (liquiditeitsrisico). De internationale financiële crisis eind vorig jaar maakte beleggers zeer risicovavers. De vraag naar bedrijfsobligaties viel sterk terug en de credit spreads liepen snel op (zie [figuur 3](#)). Vervolgens zorgde de invoering van de euro op 1 januari dit jaar voor een zeer sterke vraag naar Europese bedrijfsobligaties, waardoor Europese credit spreads een gestage daling lieten zien. De boven beschreven vlucht naar kwaliteit en liquiditeit betekent een omslagpunt in de vraag naar bedrijfsobligaties die de credit spreads weer opdrijft. Oorzaak is echter vooral een toenemend liquiditeitsrisico en in mindere mate kredietrisico. Beleggers zijn meer bezorgd over de (on)mogelijkheid om obligaties in de illiquide markt rond het jaareinde te verkopen, dan over de werkelijke kredietwaardigheid van de ondernemingen.





Figuur 3. Credit spreads t.o.v. tien-jaars staatsobligaties. De daling van de credit-spread na de invoering van de euro is sinds kort veranderd in een stijging door een vlucht in staatsobligaties

Een andere maatstaf voor de liquiditeit (verhandelbaarheid) van een obligatie is de 'bid/offer spread'. Het verschil tussen de prijs waartegen een effectenhandelaar wil kopen (bid) en de prijs waartegen de handelaar wil verkopen (offer), geeft de verhandelbaarheid van de effecten weer. Hoge bid/offer spreads geven dus een slechte verhandelbaarheid of liquiditeit aan. Als zowel de vraag naar als het aanbod van obligaties tegen het eind van dit jaar terugvalt zullen alle bid/offer spreads toenemen, maar minder liquide obligaties worden meer beïnvloed dan de benchmarks. Momenteel is er inderdaad sprake van grotere bid/offer spreads in perifere obligatiemarkten als Ierland, Oostenrijk en Spanje, terwijl deze spreads in de Duitse markt laag blijven. Voorts worden, binnen de nationale obligatiemarkten, de tienjaars benchmark-obligaties minder beïnvloed dan de minder liquide obligaties, hetgeen consistent is met de vlucht naar liquiditeit.

Aandelenmarkten hebben nog geen koorts

Veel economen gaan ervan uit dat de millenniumproblematiek de komende maanden haar weerslag zal hebben op aandelenprijzen. De risico's op de aandelenmarkt zijn driedelig. Allereerst zullen marktpartijen vooruitlopen op het probleem. Als beleggers lagere bedrijfsresultaten verwachten vanwege storingen in het eerste kwartaal van volgend jaar, zal dat worden weerspiegeld in dalende aandelenkoersen tegen het jaareinde. Ten tweede zullen de werkelijke verstoringen in het productieproces de koersen beïnvloeden als deze meer of minder erg zijn dan verwacht. Dit kan sterke koersschommelingen veroorzaken rondom de eeuwwisseling. Ten slotte wordt de millenniumproblematiek omgeven met grote onzekerheid. Omdat beleggers niet van onzekerheid houden zullen zij hiervoor gecompenseerd willen worden door middel van lagere aandelenkoersen.

Tot nu toe is er weinig of geen effect van de millenniumproblematiek op aandelenkoersen waar te nemen, met uitzondering van de aandelen van ondernemingen die geprofiteerd hebben van de enorme inspanning die geleverd moest worden om de computersystemen aan te passen. De gemiddelde belegger maakt zich kennelijk nog geen zorgen over het millenniumprobleem of verwacht geen noemenswaardige invloed op de bedrijfsresultaten. Eerdere studies suggereren dat de invloed van het millennium op de economie als geheel inderdaad beperkt zal zijn ³.

Wel kan de onzekerheid die het millenniumprobleem met zich meebrengt zorgen voor koersvolatiliteit rond het jaareinde. Een manier waarop de invloed van het millenniumprobleem op aandelenkoersen kan worden gemeten is door middel van prijsbewegingen van opties. De prijs van een optie wordt bepaald door het verschil tussen de uitoefenprijs en de actuele waarde, de resterende looptijd en de volatiliteit van de onderliggende waarde. Hoe volatieler de onderliggende waarde (historische volatiliteit) en hoe meer handelaren verwachten dat volatiliteit zal toenemen (afgeleide volatiliteit), des te hoger zal de optieprijs zijn. Dat houdt in dat aandelen van ondernemingen die bijzonder kwetsbaar zijn voor het millenniumprobleem een hoge afgeleide volatiliteit zouden moeten laten zien rond de eeuwwisseling. Voorsnog zijn er echter nog geen millennium-effecten zichtbaar in de optieprijsen. Het feit dat het millenniumprobleem wel wordt ingeprijsd op de obligatiemarkten maar niet in de optieprijsen, kan worden beschouwd als een anomalie op de financiële markten

¹ De aankoop van het September 1999-contract behelst de ontvangst van een gegeven bedrag (futures worden verhandeld in gestandaardiseerde hoeveelheden) tegen een vooraf overeengekomen prijs (de vaste rente), met als leverdatum september 1999. De aankoop van een futurescontract is dus gelijk aan het uitlenen van een bepaald bedrag en de verkoop van een futurescontract is gelijk aan het lenen van een bedrag. Met de beschreven butterfly-constructie kan een belegger zich indekken tegen forse rentebewegingen rond het

² Het gaat hier om een tijdelijke rentestijging, omdat bijvoorbeeld een renteverhoging door de ECB ook in de prijs van het Mar00-contract zichtbaar zou zijn.

³ De economische gevolgen van het millenniumprobleem, *ABN AMRO Economisch Perspectief*, januari 1999.