



De obligatiecrash van '94 op herhaling?

Auteur(s):

Blom, M.

Deze bijdrage aan de maandelijkse monitor 'Financiële markten' wordt verzorgd door de medewerker van de afdeling Strategie van IRIS, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4049, pagina 242, 13 maart 1996

Rubriek:

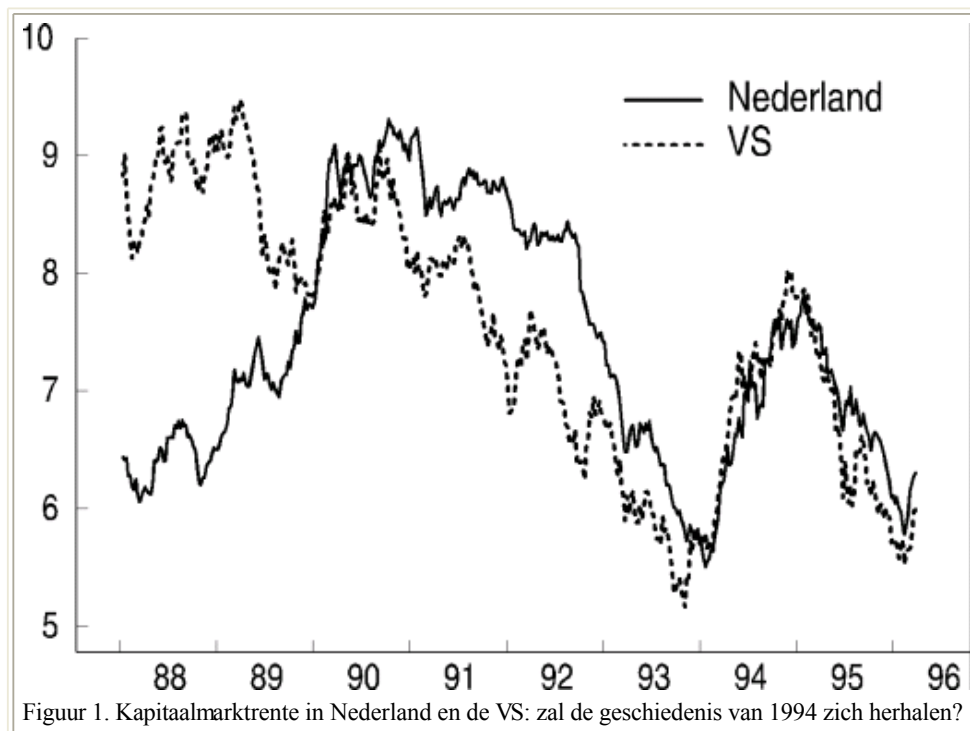
Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten, rente

In de afgelopen weken leek het er verdacht veel op dat de obligatiemarkten nogmaals met 1994 bezig waren; het jaar waarin de rente tegen de verwachting in fors steeg. L'histoire se repète?

In 1993 daalde de kapitaalmarktrente op de Nederlandse obligatiemarkt van 7,2 naar 5,5%. 1994 werd vervolgens gekenmerkt door een scherpe en pijnlijke rentestijging naar 7,8% (figuur 1). In 1995 daalde de kapitaalmarktrente vervolgens weer van 7,8 tot 6,0%. Na deze krachtige daling begonnen handelaren, analisten en economen zich rond de jaarwisseling zorgen te maken over een herhaling van 1994, maar in het nieuwe jaar zette de dalende tendens zich voort. De kapitaalmarktrente daalde tot 5,8% en de vrees ebde weg, onder meer als gevolg van het toenemende pessimisme over de conjunctuur, zowel in Europa als de Verenigde Staten. Maar nog geen maand later was het sentiment alsnog omgeslagen. Inmiddels bedraagt de kapitaalmarktrente al 6,6%. We gaan hier na in of er overeenkomsten zijn met 1994.



Hoop op conjunctuurherstel

Wat vormde de aanleiding voor de recente correctie op de wereldwijde obligatiemarkten? Ten eerste bereikte het groeipessimisme een bodem, ondanks het feit dat er nog steeds negatieve cijfers uitkomen. Zo daalde in januari de belangrijke conjunctuurindicator voor Duitsland, het IFO-Geschäftsklima. De versnelde renteverlagingen door zowel de Fed als de Bundesbank in december en januari, eventueel aangevuld met nog verdere renteverlaging, zullen vroeger of later de groei weer op gang brengen, zo luidt de marktverwachting. Beleggers menen een aanstaande heropleving van de groei bovendien af te kunnen lezen uit de voorlopende indicator van de OESO, die op een herstel vanaf het tweede kwartaal van dit jaar wijst. Maar deze verschuiving in de perceptie over de conjunctuur valt in het niet bij de overgang van 1993 naar 1994, die zich in Europa kenmerkte door de overgang van recessie naar een onverwacht krachtig economisch herstel. Kromp de Duitse economie in 1993 met 1,2%, in 1994 sloeg dit om naar een groei van 3,0%, waar iedereen er vanuit was gegaan dat de groei onder de 2% zou uitkomen. De gemiddelde verwachting op dit moment voor Duitsland is dat de groei in 1996 op 1,5% zal uitkomen, nog onder het groeipercentage in 1995 (1,9%). De recente verandering in de perceptie over de

groei rechtvaardigt wel een kleine correctie, maar nog geen correctie van 1,3 procentpunt zoals in 1994.

Geldgroei: een meevallende tegenvaller

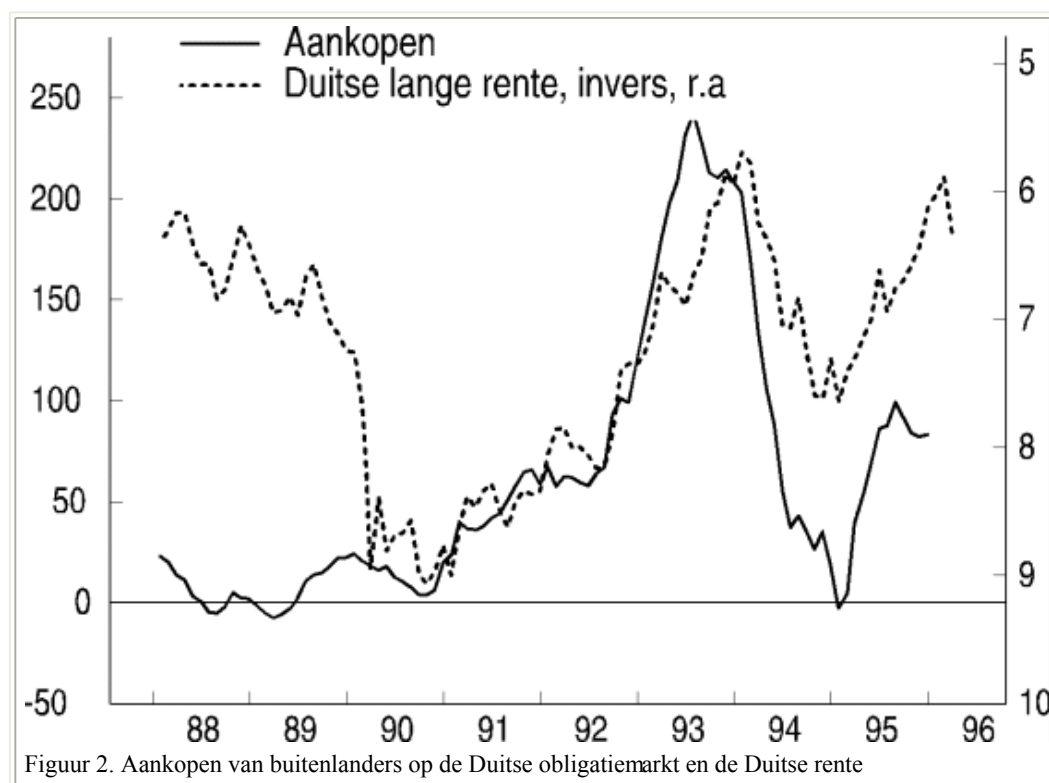
In 1994 gooide ook de onverwacht hoge geldgroei in Duitsland olie op het vuur. Over januari 1994 werd een geldgroei-cijfer van meer dan 20% bekendgemaakt. Veel analisten vreesden vervolgens voor een renteverhoging door de Bundesbank. In plaats daarvan verlaagde de Bundesbank de rente in de loop van 1994, met de bedoeling om het geld, dat veel beleggers op kas parkeerden, naar langlopende beleggingen te lokken.

Begin dit jaar stak het schrikbeeld van een hoge geldgroei opnieuw de kop op, nadat Bundesbank-raadsleden hadden verklaard dat het januari-cijfer weer tegen zou vallen. Het M3-groei-cijfer bleek 8,4% te zijn, hoger dan de doelstellingszone van 4-7%. Opnieuw houden binnenlandse beleggers relatief veel geld liquide aan. In het vierde kwartaal hebben binnenlandse beleggers per saldo voor bijna DM 5 mrd aan obligaties verkocht. De hoge geldgroei in januari kwam mede door het feit dat binnenlandse beleggers dit geld nog niet weer op de obligatiemarkt belegden. De zg. Geldkapitalbildung, de stroom van korte naar lange beleggingsmiddelen, viel laag uit. In januari daalde de rente op de obligatiemarkt evenwel. Hieruit kan worden afgeleid dat de rentedaling in januari gedreven werd door buitenlanders.

Grotere rol binnenlandse belegger

En daarmee komen we op een derde punt van vergelijking met 1993 en 1994: de grote invloed van het buitenlands kapitaalverkeer op de Duitse obligatiemarkt. Na de Duitse eenwording sloeg het Duitse overschot op de lopende rekening om in een tekort, waardoor de Duitsland afhankelijk werd van de instroom van buitenlands kapitaal.

De rentedaling in 1993 werd voor het merendeel veroorzaakt door de aankopen van buitenlanders op de Europese obligatiemarkten (zie [figuur 2](#)). Toen het sentiment omsloeg (bijstelling groeiverwachting en stijgende rente) waren de buitenlanders de eerste die hun verlies namen, zoals blijkt uit de scherpe daling in de aankopen van buitenlanders in de eerste helft van 1994. Uit de figuur is evenwel ook af te lezen dat de buitenlanders in 1995 veel minder actief zijn geweest dan in 1993. Werd in 1993 voor totaal DM 208 mrd aan obligaties gekocht, in 1995 was dat DM 83 mrd. Met andere woorden, de rally werd meer door binnenlandse marktpartijen gedragen dan in 1993. Deze partijen houden normaal gesproken hun stukken langer aan dan buitenlanders.



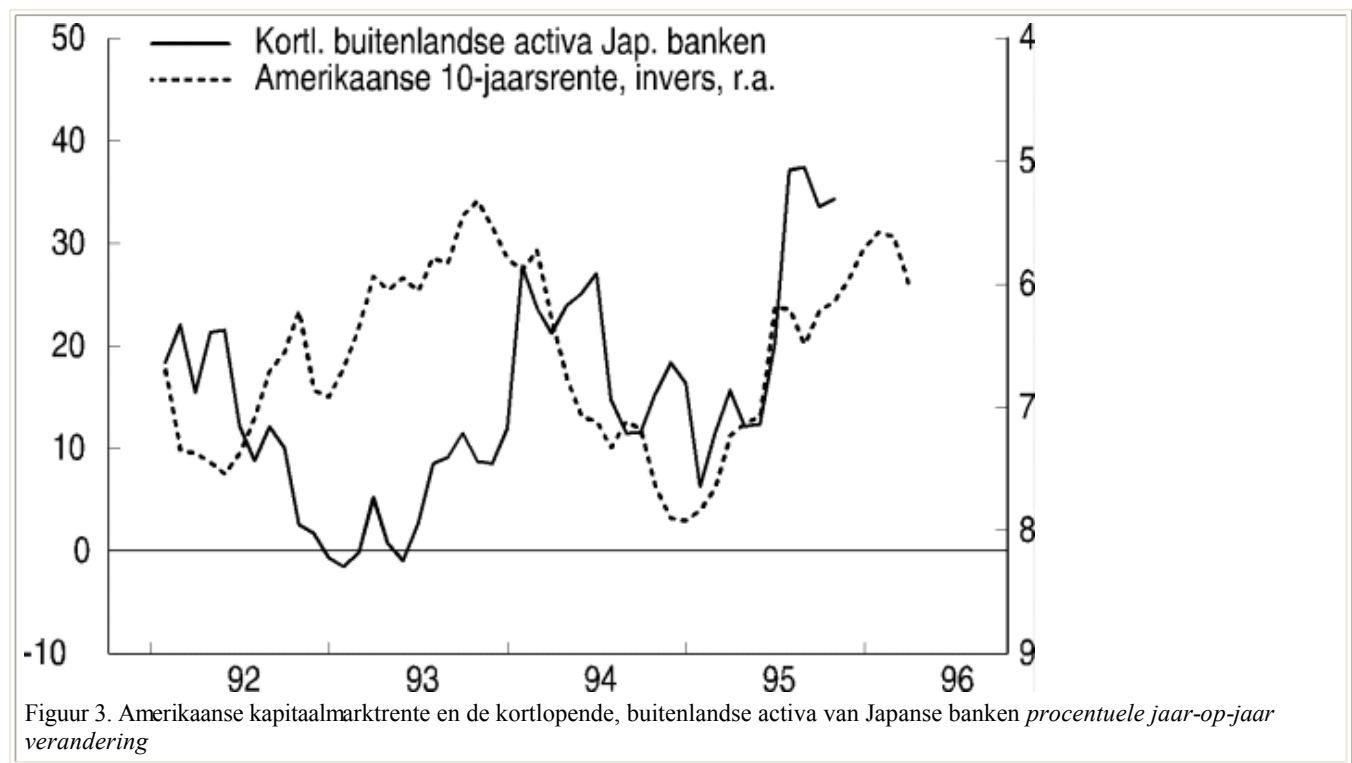
Figuur 2. Aankopen van buitenlanders op de Duitse obligatiemarkt en de Duitse rente

De hedge-fondsen

De populariteit van speculatieve beleggingsfondsen, die vaak met geleend geld enorme posities innemen, is na het débâcle door de stijgende rente in 1994 sterk afgenomen. Dat neemt niet weg dat er niettemin sprake is van een rol van de speculatieve beleggingsfondsen (zg. hedge-fondsen) in de huidige correctie. Toen de Japanse centrale bank het disconto augustus vorig jaar verlaagde tot 0,5% zette dit extreem lage niveau hedge-fondsen aan tot een zg. 'trans-Pacific yield curve play'. Beleggingen op de Amerikaanse en Europese obligatiemarkt werden gefinancierd door te lenen op de Japanse geldmarkt, uiteraard tegen bijna niets. Daarbij werd ervan uitgegaan dat de yen rond de 105 tegen de dollar zou stabiliseren, onder meer als gevolg van interventies door de Bank of Japan, die het Japanse bedrijfsleven lucht wil geven na de zware klap van de sterke yen-appreciatie in 1995.

In [figuur 3](#) zijn de in Japanse yen gedenomineerde kortlopende leningen verstrekt door Japanse banken aan het buitenland afgebeeld. Deze kredietgroei vertoonde vanaf de tweede helft van 1995 een sterke stijging, die samenviel met de verdere daling van de 10-jaars rente op de Amerikaanse obligatiemarkt. De trans-Pacific yield curve play werd evenwel ruw verstoord door de Japanse minister van Financiën Kubo die op 15 februari op een renteverhoging door de Bank of Japan zinspelde. Deze uitspraak was vooral bedoeld voor binnenlands publiek dat erover klaagt dat zij te weinig rente vangt op spaartegoeden. Hedge-fondsen kozen het hazepad en een verkoopgolf op de

Amerikaanse obligatiemarkt was het gevolg. Overigens lijkt een discontoverhoging niet zo aannemelijk omdat één van de redenen waarom het disconto zo fors verlaagd is steun aan het Japanse bankwezen is.



Steile vs inverse yieldcurve

Een belangrijk verschil met 1994 is dat destijds de yieldcurve in Europa een invers verloop had, met andere woorden de kapitaalmarktrente was lager dan de geldmarktrente. Er werd dus een renteverlaging ingeprijsd. Nu heeft de yieldcurve een normaal verloop. Zij is zelfs erg steil. In 1994 werd er een rentedaling in de markt ingeprijsd en nu dus een rentestijging. Met behulp van de eenjaarsrente en de elfjaarsrente, is uit te rekenen wat de markt verwacht dat de 10-jaarsrente over een jaar zal bedragen. Het blijkt dan dat de markt op dit moment uitgaat van een verdere stijging van de 10-jaarsrente met 0,3 procentpunt. Maar dat betekent ook dat als de rente minder dan die 0,3 procentpunt stijgt er nog steeds geld verdiend wordt op obligaties. Met andere woorden de kapitaalmarktrente zal sterk moeten stijgen en dat vereist een heel zonnig beeld over de economie.

Geconcludeerd kan worden dat de omslag in het sentiment in februari van dit jaar plaatsvond onder omstandigheden die ogenschijnlijk veel weg hebben van de omstandigheden in 1994 toen de rente met 1,3 procentpunt opliep. Maar de omstandigheden zijn minder extreem dan in 1994. Hoewel door de ervaring van 1994 de schrik nog wel in de benen zit, kan de kans dat de geschiedenis zich in 1996 zal herhalen niet zo groot worden ingeschat.