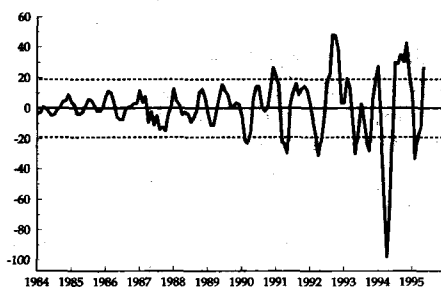


## De terugkeer van de hedge-fondsen

Sinds vorig jaar de kapitaalstromen als schuldige werden aangewezen voor de scherpe en langdurige stijging van de kapitaalmarktrente is het opmerkelijk hoe rustig het rond dit onderwerp is geworden<sup>1</sup>. Als vanouds zijn economen, analisten en beleggers weer teruggevallen op hun gebruikelijke instrumentarium om de daling van de kapitaalmarktrente te verklaren. De kapitaalmarktrente is in Nederland en Duitsland sinds begin dit jaar van 7,8% tot 6,6% gedaald. Een drietal verklaringen worden genoemd: de overtuiging dat de Amerikaanse economie aan een stevige groei afzwakking bezig is, de afgenomen inflatieverwachtingen en de veranderde vooruitzichten voor de korte rente. Werden er begin maart op de termijnmarkt nog voornamelijk renteverhogingen ingeprijsd van zowel de Fed als de Bundesbank, in juni hield bijna iedereen rekening met renteverlaging. De Fed loste deze verwachting op 6 juli reeds in door de federal funds rate met een kwart procentpunt te verlagen, de Bundesbank vooralsnog niet. Hoewel deze verklaringen wellicht afdoende lijken, lijkt het er anderszijds op dat men de 'les van 1994' al weer

**Figuur 1. Netto aankopen van buitenlanders op de Duitse obligatiemarkt, verandering laatste drie maanden op voorafgaande drie maanden, mrd. DM**



vergeten is. Want net als eind 1993 lijken de obligatiemarkten te verdoorgeschooten.

### De financiële aardbeving van 1994

De massale verkoop van Duitse obligaties door buitenlanders begin 1994 wordt door analisten wel vergeleken met de zeldzaamheid van een natuurramp. De plotselinge omslag in het sentiment veroorzaakte een omslag in het aankoopgedrag van buitenlanders van Duitse obligaties die vele malen groter was dan bij vorige omslagen. De verandering van de kapitaalinstroom naar een kapitaaluitstroom was vijf keer groter dan de standaarddeviatie in de verandering van het aankoopgedrag in de afgelopen tien jaar (zie figuur 1).

Er mag verwacht worden dat de hogere volatiliteit op de kapitaalmarkten zal aanhouden. De toegenomen liberalisatie in het kapitaalverkeer, die bij voorbeeld af te lezen valt uit de toegenomen convergentie van de reële kapitaalmarktrentes sinds midden jaren tachtig, is hiervoor verantwoordelijk. Bedroeg het verschil tussen de Amerikaanse en Duitse reële kapitaalmarktrente in de periode 1975-85 gemiddeld 3,4 procentpunt, in de periode 1985-95 was dat verschil afgenomen tot 1,1 procentpunt. Met name buitenlandse beleggers durven en kunnen snel en zonder 'bias' voor het thuisland reageren op veranderende omstandigheden. Buitenlandse beleggers vertegenwoordigen een steeds groter belang op de verschillende kapitaalmarkten. Bedroegen de aankopen van buitenlanders in de jaren zeventig slechts enkele procenten van de totale omzet op de Duitse obligatiemarkt, in

1983 sprong dit percentage naar 11,5% en in 1992 was het reeds opgelopen tot 41,2%. Daarnaast is, tegelijkertijd met de liberalisering van de kapitaalmarkten in de jaren zeventig en tachtig het aantal innovaties sterk toegenomen, waardoor het gemakkelijker is geworden om posities op dan wel af te bouwen. Naast het ontstaan van afgeleide in-

De rubriek 'Financiële markten' verschijnt elke twee weken in ESB, en wordt verzorgd door medewerkers van de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

strumenten als opties en swaps is het aantal beleggingsfondsen sterk toegenomen, waaronder de veel genoemde hedge-fondsen. Net als geldt dat naarmate de tectonische aardplaten meer activiteit vertonen de kans op een aardbeving groter wordt, zo geldt dat met het toenemen van het internationale kapitaalverkeer de kans op een financiële aardbeving zal toenemen.

### De hedge-fondsen

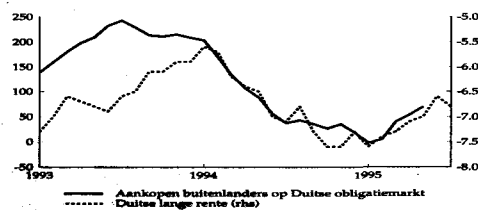
De financiële aardbeving van 1994 heeft een factor naar boven doen drijven die belangrijk blijkt te zijn voor het verklaren van de Duitse lange rente: het gedrag van hedge-fondsen<sup>2</sup>. Deze fondsen vielen daarvoor nog niet zo op. De hedge-fondsen zijn speculatief ingestelde fondsen die grote posities innemen, waarbij een zware leverage niet uit de weg wordt gegaan, ofwel men neemt kortlopende kredieten op om de positie in te nemen. Dat hedge-fondsen minder in de belangstelling staan dan een jaar geleden heeft waarschijnlijk voor een deel te maken met de teleurstellende beleggingsresultaten die de meeste hedge-fondsen in de eerste helft van dit jaar geboekt hebben. Dit heeft er onder meer toe geleid dat hedge-fondsen opgeheven zijn en beleggers hun ingelegde geld terug hebben ontvangen, zoals Caxton Corporation dat in juni \$ 1,3 mrd. aan haar beleggers terugstortte. Onlangs maakte ook de meeste bekende speculatieve belegger Soros bekend dat hij een aantal door zijn firma Quantum beheerde beleggingsfondsen niet langer als hedge-fonds op zal laten treden.

Een veel gehoorde misvatting is dat de hedge-fondsen ook verantwoordelijk zijn voor de grote schommelin-

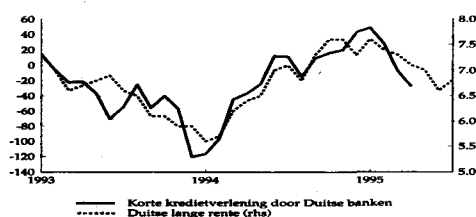
1. Zie B.M.J. Slot en L. Meijaard, Het dictaat van de kapitaalstromen, ESB, 31 augustus 1994, blz. 784-785.

2. Zie M. Blom en B.M.J. Slot, Was de rente fout in 1994? Of de voorspellers?, ESB, 25 januari 1995, blz. 91-93.

**Figuur 2. Aankopen door buitenlanders op de Duitse obligatiemarkt, mrd DM (12 maands totaal) en de kapitaalmarktrente (invers afgebeeld)**



**Figuur 3. Korte kredietverlening door het Duitse bankwezen aan buitenlanders (mrd DM, 12-maands totaal + netto kredietaflossing - netto kredietverlening) en kapitaalmarktrente**



gen in de Duitse geldgroei in de afgelopen paar jaar. De lage geldgroei van dit moment – in de eerste zes maanden van dit jaar was de Duitse geldgroei negatief – is dan ook geen aanwijzing voor de afwezigheid van de hedge-fondsen. Enerzijds wordt er weliswaar geld gecreëerd door middel van kredietverlening. Maar anderzijds wordt door de aankoop van lang lopende beleggingen (de z.g. Geldkapitalbildung) eenzelfde hoeveelheid geld aan de geldhoeveelheid M3 onttrokken, waardoor het effect op de geldgroei neutraal is. Wat wel geldt is dat als gevolg van de liberalisering van het kapitaalverkeer het verband tussen de groei in de monetaire aggregaten en de nominale economische groei minder sterk is geworden. De rol van de geldgroei als indicator in het monetaire beleid wordt ondergraven<sup>3</sup>. Naarmate de toegankelijkheid tot de kapitaalmarkten groter wordt, worden welvaartseffecten belangrijker voor de economische groei dan de beschikbaarheid van liquiditeiten. De beslissing van de Fed in 1993 om niet langer M2 als richtsnoer te gebruiken maar allerlei andere indicatoren, waaronder de kapitaalmarktrente, is dus niet zonder grond, ook al wordt deze laatste maatstaf beïnvloed door speculatieve kapitaalstromen.

## Déjà vu

Bestudering van de kapitaalstromen doet vermoeden dat de hedge-fondsen sinds begin dit jaar weer actief zijn op de Europese obligatiemarkten. Een belangrijke maatstaf die in 1993 aangaf dat er sprake was van overdrijving op de Duitse obligatiemarkt waren de aankopen door buitenlanders. Al dient opgemerkt te worden dat de cijfers over 1993 enigszins opwaarts vertekend zijn omdat in dat jaar veel Duitsers via de Luxemburg-route geld belegden op de Duitse obligatiemarkt, om op die manier de heringevoerde bronbelasting te ontduiken. Sinds begin 1995 valt waar te

nemen dat buitenlandse beleggers – na verminderde belangstelling in 1994 – weer in toenemende mate als koper op de Duitse obligatiemarkt aanwezig zijn (zie figuur 2). In de eerste vijf maanden van dit jaar kochten buitenlanders voor 31 mrd D-mark aan Duitse obligaties.

Buitenlandse hedge-fondsen hebben de gewoonte om lokaal geld te lenen voor hun speculatieve activiteiten. In 1993 nam de korte kredietverlening aan buitenlanders in Duitsland enorm toe, een tweede indicatie van de aanwezigheid van de hedge-fondsen. In 1994 werd er per saldo afgelost, maar sinds begin dit jaar wordt er door buitenlanders weer steeds meer geld geleend bij Duitse banken, zoals blijkt uit de cijfers van de kapitaalbalans (zie figuur 3).

Ook uit anecdotisch bewijs blijkt dat hedge-fondsen sinds begin dit jaar in toenemende mate weer actief zijn geworden op de Europese obligatiemarkten. Volgens handelaren op de obligatiemarkten hadden de hedge-fondsen het begin van de rally in januari en februari grotendeels gemist waarna ze vervolgens alsnog zouden zijn ingestapt. Wat in de cijfers evenwel opvalt is dat tot dusverre de bedragen waarmee de hedge-fondsen actief zijn op de markten minder groot zijn dan in 1993. Desal-

niettemin is de kans evenwel groot dat net als eind 1993 er hierdoor een overdrijving is ontstaan in de daling van de kapitaalmarktrente.

## De 'les van 1994' vergeten?

Economen zijn vooralsnog voorbijgegaan aan de terugkeer van de hedge-fondsen op de obligatiemarkten. Zo schreef de Amerikaanse econoom E. Yardeni op 1 juni van dit jaar onder de titel 'Where in the world is inflation?' over de aanhoudende disinflationaire krachten, hetgeen een echo lijkt van de analyses die economen eind 1993 publiceerden. Zo schreef dezelfde Yardeni op 6 december 1993: 'low inflation is a global phenomenon'. Veelvuldig werd er eind 1993 geschreven over laagblijvende inflatie als een fenomeen voor de jaren negentig. Economen werden begin 1994 dan ook totaal verrast door het oplopen van de kapitaalmarktrente. Dezelfde verrassing overviel economen toen de kapitaalmarktrente vanaf de eerste week van juni weer begon op te lopen.

Een verklaring voor de omslag in het renteklimaat lijkt te liggen in een wijziging in het gedrag van beleggingsfondsen. In de *Wall Street Journal* van 25 juli werd gemeld dat beleggingsfondsen in juni voor een deel hun belangen in Duitse obligaties hebben verkocht en dit op depositotegoeden hebben geparkeerd, in afwachting van nieuwe, betere beleggingsperspectieven. De cijfers over de Amerikaanse economie kunnen de verandering in het renteklimaat niet verklaren. In juni immers waren de berichten over de Amerikaanse economie nog uitgesproken ongunstig. De eerste berichten die er op duiden dat de Amerikaanse economie in de tweede helft weer wat betere cijfers zal kunnen laten zien – de meevallende werkgelegenheidscijfers en detailhandelsverkoop – werden pas in de eerste weken van juli gepubliceerd. Met andere woorden, het belang van de kapitaalstromen voor de ontwikkeling van de kapitaalmarktrente moet nog steeds niet onderschat worden.

## Marcel Blom

3. Zie F. Browne en P. Manasse, Monetary policy in liberalised financial markets, a Blundell-Wignall, *OECD Economic Studies*, nr. 15, autumn 1990, blz. 157.