



Drie verklaringen voor een steile yieldcurve

Auteur(s):

Cornelissen, L.M.W.

De auteur is werkzaam bij de afdeling Strategie van IRIS (Institute for Research and Investment Services), een samenwerkingsverband van Rabobank Nederland en de Robeco-groep.

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4058, pagina 457, 15 mei 1996

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

financiële, markten

Door de eensgezinde ontwikkeling van de lange rente in Duitsland en Amerika heeft de yieldcurve in Duitsland een steil en in Amerika een vlak verloop gekregen. Vooral het grote verschil tussen de korte en lange rente in Duitsland is opmerkelijk.

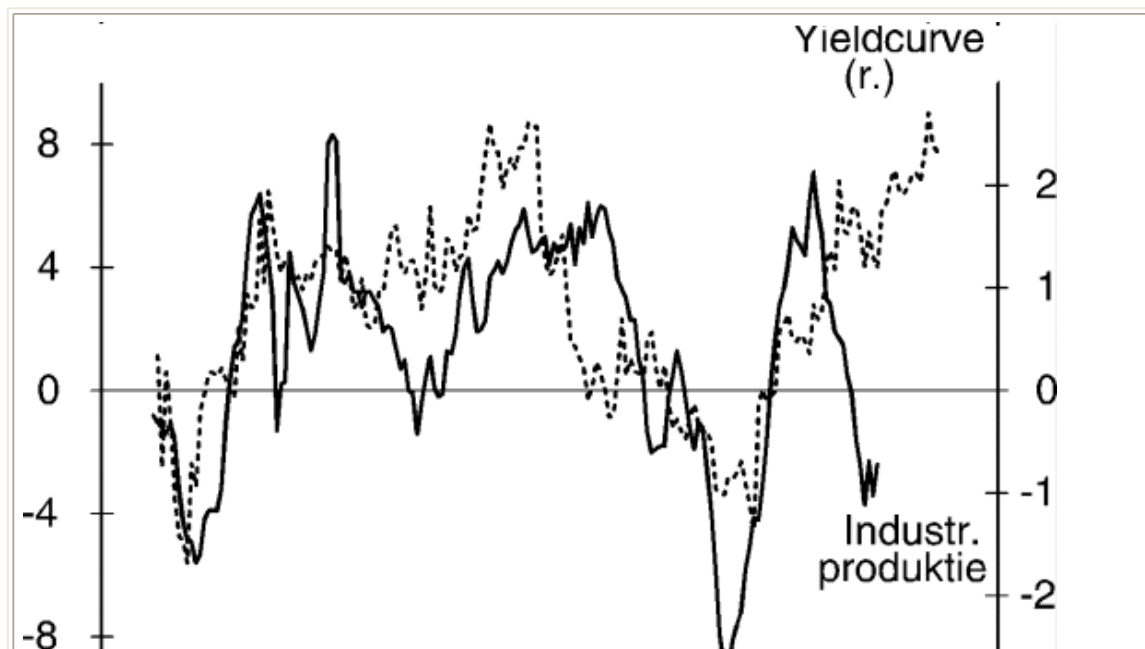
In haar jongste jaarverslag merkt De Nederlandsche Bank op dat de Duitse yieldcurve (en daardoor Nederlandse) in het licht van de huidige conjunctuurfase als steil te bestempelen is (blz. 57). Alvorens op mogelijke verklaringen in te gaan, eerst een korte introductie op het begrip yieldcurve.

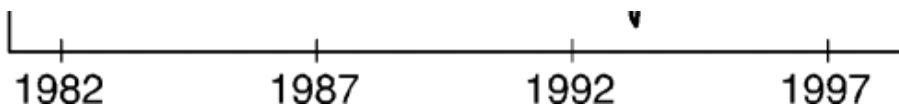
De yieldcurve

Een yieldcurve is een grafiek met de rendementen van vergelijkbare obligaties (bijvoorbeeld staatsleningen) met een verschillende looptijd. De vorm van die curve is onder meer afhankelijk van de inflatieverwachtingen en conjunctuur. Een afzwakkende groei, zoals we die bijvoorbeeld in de laatste twee kwartalen in Duitsland hebben gezien, leidt ertoe dat de centrale bank de korte rente verlaagt. De lange rente daalt in de regel ook, maar minder, zodat de yieldcurve een steiler verloop krijgt. Bij een aantrekkende groei brengt de centrale bank de rente omhoog om oververhitting en de daarmee gepaard gaande inflatie te voorkomen. Omdat toekomstige inflatie wordt tegengegaan, zal de lange rente minder stijgen. Op een gegeven moment krijgt de yieldcurve een invers verloop. Op korte uitzettingen is het rendement hoger dan op lange, een situatie die alleen stabiel is wanneer die hogere vergoeding van korte duur is.

Enigszins gechargeerd zou je kunnen zeggen, dat de yieldcurve op zijn steilste is voorafgaand aan een omslag in de conjunctuur. De impuls die van de lage rente op de conjunctuur uitgaat, trekt die economie uit het slop en doet de inflatieverwachtingen stijgen, wat zich vertaalt in een stijgende lange rente. Op een gegeven moment wordt de korte rente verhoogd, waardoor de hoogconjunctuur na verloop van tijd ten einde loopt. En daarmee is het plaatje rond. Vanuit deze visie wordt de vorm van de yieldcurve wel als conjunctuurvoorspeller gebruikt.

figuur 1, waarin de steilheid van de yieldcurve (de tienjaars minus de tweejaars rente) één jaar vooruitgeschoven is, illustreert dit verband voor Duitsland. Op basis van de figuur zou je kunnen verwachten dat de groei van de industriële productie in de tweede helft van 1996 meer dan 6% zou bedragen. Staat de Duitse economie aan de vooravond van een fors aantrekkende groei?





Figuur 1. Industriële productie en de helling van de Duitse yieldcurve (10-jaars minus 2-jaarsrente, een jaar vooruit)

Aantrekkende groei en oplopende inflatie?

Noch verwachtingen over fors aantrekkende groei, noch oplopende inflatieverwachtingen lijken de huidige steilheid van de yieldcurve echter te kunnen verklaren. Wie op dit moment kranten, tijdschriften of andere periodieken opslaat wordt geconfronteerd met sterk aanhoudend conjunctuurpessimisme. Groeiverwachtingen worden nog steeds neerwaarts bijgesteld. In de recente Frühjahrgutachten hebben zes vooraanstaande Duitse economische instituten hun groeiraming voor 1996 fors verlaagd. In de laatste Herbstgutachten spraken zij nog over 2,5% bbp-groei in 1996, nu bedraagt hun raming 0,75%. Lichtpuntjes voor het conjunctuurherstel in Duitsland zijn de stijgende index voor het vertrouwen in de detailhandelssector sinds de zomer van 1995, de stijging van de orders voor duurzame consumptiegoederen en de aantrekkende productie van kapitaalgoederen. Een centrale indicator voor het ondernemingsvertrouwen, het ifo-Geschäftsklima, is sinds november 1994 vrijwel onafgebroken gedaald, en is voor het eerst sinds maanden voor april onveranderd ten opzichte van maart. Voor de stelling dat de Duitse economische groei het dieptepunt is gepasseerd, is er dus wel wat bewijsmateriaal voorhanden. Maar groot is het optimisme over dat herstel niet. De consensusverwachting is dat de industriële productie in 1996 geen groei zal laten zien en in 1997 een groei van 2,4%.

Van oplopende inflatieverwachtingen is evenmin sprake. De zes instituten ramen deze inmiddels op 1,5% voor 1996 (herfst nog 2%). De loonontwikkeling is zeer gematigd. Recente loonakkoorden in de chemie- en staalsector hebben een loonstijging opgeleverd van minder dan 2%, waar vorig jaar de loonstijging nog om en nabij de 4% lag.

EMU-angst?

Een andere veel gehoorde verklaring op de obligatiemarkten is dat de steilheid van de Duitse yieldcurve een gevolg is van de angst voor de euro. Politieke leiders hebben in december in 1995 bevestigd te blijven streven naar de invoering van één gemeenschappelijke Europese munt met ingang van 1 januari 1999. Leningen in guldens en Duitse marken worden na 1 januari 1999 gegeven dit tijdschema afgelost in euro's. De waarde van die euro wordt bepaald door het monetaire beleid van de nog op te richten Europese Centrale Bank en door het economische beleid van de nu nog onbekende aan de Europese en Monetaire Unie deelnemende landen. 'Jetzt nur kurzfristige anliegen' adviseert de Duitse Cosmopolitan (nr. 4/96, blz. 200) haar lezeressen vanwege al deze onzekerheid. Bij nadere beschouwing schiet angst voor de euro als verklaring van de steilheid van yieldcurve toch tekort.

Bewijs?

Om te beginnen is er geen duidelijke knik in de yieldcurve na ruim drie jaar, wat te verwachten zou zijn indien beleggers leningen met een looptijd langer dan 1 januari 1999 zouden mijden.

Op de tweede plaats lijkt de vrees voor een zwakke euro ongegrond. De toekomstige centrale bank, de ECB, is onafhankelijk en heeft als opdracht expliciet prijsstabiliteit meegekregen. Deze bank bevindt zich in een sterke positie omdat het zich niet tegenover een Europese regering geplaatst ziet, maar een allesbehalve homogene groep lidstaten.

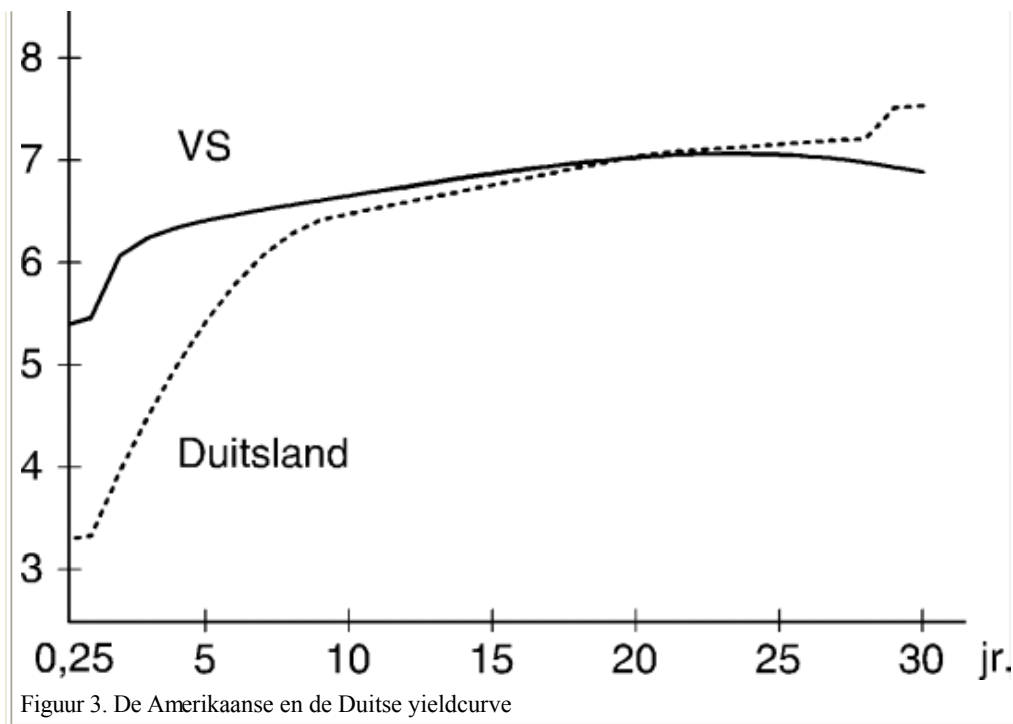
Enige angst bestaat voor mogelijk 'free rider'-gedrag van lidstaten die zich excessief in de schulden luidende in euro's zouden kunnen gaan steken. Erg reëel lijkt die angst niet. Deelnemende landen aan de EMU moeten om te beginnen eerst een examen afleggen en daarvoor is begrotingsdiscipline noodzakelijk. Zij hebben zich bovendien bij verdrag gebonden excessieve tekorten te vermijden - ook na toetreding tot de EMU. Eventueel kunnen sancties worden opgelegd. Belangrijker is nog dat in het verdrag expliciet is vastgelegd dat lidstaten niet voor elkaars verplichtingen aansprakelijk zijn ('no bail out'-clausule). De bereidheid om van andere lidstaten om een lidstaat die zich tot excessieve schulden laat verleiden en dus verdragsbreuk pleegt, te hulp te schieten moet op voorhand als gering worden ingeschat. Financiële markten zullen daarom een forse risicopremie verlangen van lidstaten die zich niet communautair gedragen. Deze dreigende sanctie (in de vorm van grotere rentelasten) is waarschijnlijk effectiever dan welk 'stabiliteitspact' ook (zoals vorig jaar voorgesteld door de Duitse minister van financiën Waigel).

Op de derde plaats is de EMU per 1 januari 1999 vanwege de afzwakkende economie minder zeker geworden. Volgens de ramingen van de zes Duitse instituten voldoet zelfs Duitsland in 1997 noch aan het criterium voor het begrotingstekort (3% bbp), noch aan het criterium voor de overheidsschuld (60% bbp). Dat zou in het afgelopen half jaar tot een vervlakking van de yieldcurve moeten hebben geleid. In plaats daarvan is de yieldcurve verder versteild. Toegenomen EMU-angst lijkt dus geen aannemelijke verklaring voor de versteiling van de yieldcurve.

De zuigkracht van de Amerikaanse rente?

Een opvallend verschijnsel op financiële markten is het gelijk op bewegen van de Amerikaanse en de Duitse lange rente los van de conjunctuur-ontwikkeling in beide landen.

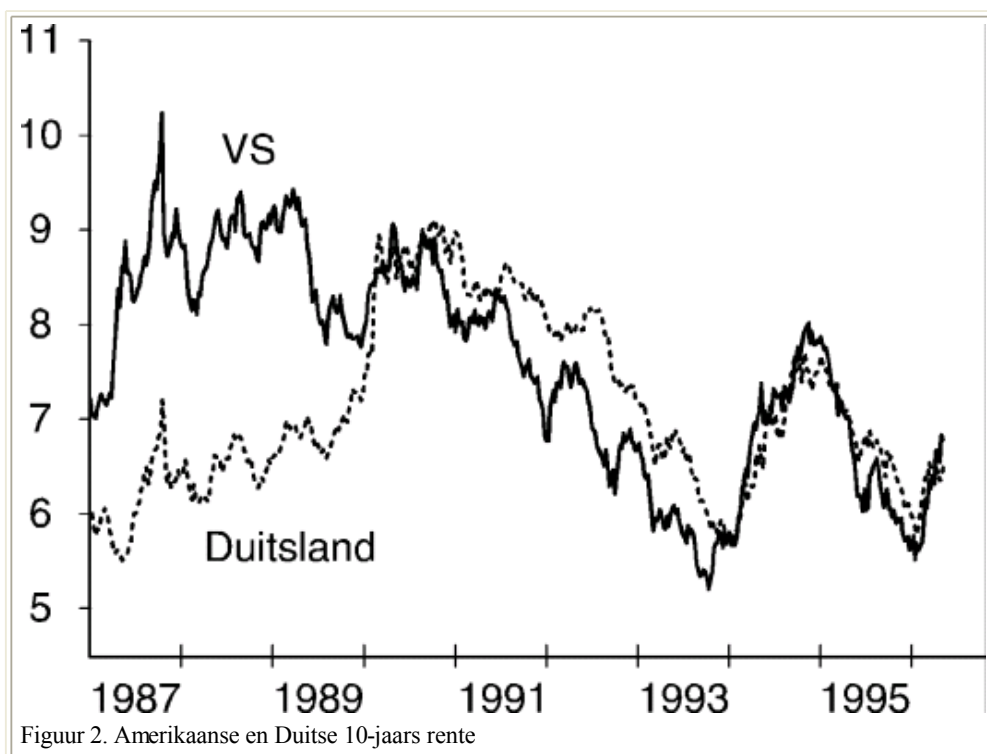
Bekijken we de individuele yieldcurves dan valt op dat de Amerikaanse yieldcurve vrij vlak is ten opzichte van de Duitse. (figuur 3) Het opmerkelijke is nu dat het optimisme over de Amerikaanse conjunctuur veel groter is dan over de Duitse. De ontwikkeling in de detailhandelsverkoop, de laatste index inkoopmanagers (weer boven de 50), de meevallende bbp-groei in het eerste kwartaal (2,8% waar 1,7% werd verwacht), de stijging in de orders voor kapitaalgoederen maken economen optimistisch over de Amerikaanse groei (ramingen variëren tussen 1,6% en 2,6% voor 1996). Over de inflatie-ontwikkeling is men minder optimistisch (2,9%), onder meer vanwege de looneisen die het gevolg zijn van een krappe arbeidsmarkt (de werkloosheid is nu 5,4%).



Figuur 3. De Amerikaanse en de Duitse yieldcurve

Discussies over economieën gaan inmiddels over de vraag wanneer de Federal Reserve weer gaat verkrappen, niet of zij dit zal doen. Gegeven de relatieve conjuncturele ontwikkeling lijkt de Amerikaanse lange rente te laag en die in Duitsland te hoog. Zeker gezien het feit dat de Amerikaanse centrale bank in tegenstelling tot de Duitse niet de reputatie heeft snel preëemptieve maatregelen te nemen ter voorkoming van oplopende inflatie.

Het heeft er dus alle schijn van dat de Duitse lange rente op peil gebleven is door de ontwikkeling van de Amerikaanse lange rente. (figuur 2) De vraag is hoe lang dit houdbaar is. Een steilere yieldcurve maakt beleggers beter bestand tegen oplopende rentes. Dit zou op zichzelf meer beleggers richting de Duitse obligatiemarkt moeten trekken dan naar de Amerikaanse, zeker in het licht van de conjuncturele ontwikkeling.



Figuur 2. Amerikaanse en Duitse 10-jaars rente

Conclusie

Gegeven de stand van de conjunctuur is de Duitse yieldcurve erg steil. Dit lijkt geen voorbode van fors aantrekkende groei en inflatie. Ook EMU-angst schiet als verklaring tekort. Blijft over de aanzuigende werking van de Amerikaanse lange rente. Met spanning zullen de komende maanden de gevolgen van de aantrekkende conjunctuur in de VS op het niveau van de lange rente (die lijkt wat laag) en de gevolgen voor het lange renteverskil met Duitsland worden gevolgd. Komt het tot een ontkoppeling? De kans hierop is groot.

