

Rally op de obligatiemarkten

Terwijl niemand er een half jaar geleden nog in geloofde, zijn de rentes op de internationale obligatiemarkten dit jaar fors gedaald. Zo ver zelfs dat men weer begint te spreken van een rentehobbel in 1994 in plaats van een permanente verhoging. In de afgelopen drie maanden zijn de obligatiekoersen explosief gestegen. Sinds de top in het laatste kwartaal van 1994 daalde de dertigjaars rente in de VS van 8,2% tot 6,6%, in Japan zakte de tienjaars rente van 4,7% tot 2,7% en in Duitsland bedraagt de tienjaars rente nu 6,6% tegen 7,8% begin oktober. En dat terwijl de financiële markten eind vorig jaar er nog vanuit gingen dat de kapitaalmarktrentes in 1995 verder zouden stijgen. Voorspellingen voor de Duitse tienjaars rente boven de 8% eind 1995 waren geen uitzondering. Waar komt de draai in het sentiment vandaan en wat kan de rally doen stoppen?

Van oververhitting ...

De aanleiding voor de mondiale rentestijging van 1994 moest worden gezocht in de Verenigde Staten (eerste officiële renteverhoging van de Fed). De aanleiding voor de huidige rentedaling is eveneens daar te vinden.

Sinds begin van het jaar laten de economische cijfers in de VS tekenen van een groeivertraging zien, waardoor steeds meer beleggers zijn gaan geloven in een 'zachte' landing van de Amerikaanse economie. Tot drie maanden geleden heerste nog de vrees voor oververhitting met oplopende inflatie. Maar het tij keerde.

... naar 'zachte' landing

De tekenen van een afzwakkende economie zijn inmiddels zo sterk dat niemand ze meer kan ontkennen. De detailhandelsverkopen lopen al sinds het begin van het jaar terug, de laatste maanden vlakt ook de productie af en vorige week duidde de daling van de index inkoopmanagers van 52 tot onder de 50 erop dat de productie binnen niet al te lange tijd zal gaan dalen. Vorige maand werd ook bekend dat in april het bedrijfsleven 4% minder orders had binnen gekregen dan in de maand daarvoor. Dit was de grootste maandelijkse daling in ruim drie jaar tijd en zette aan tot speculaties over een renteverlaging in de komende maanden.

De opeenhoping van tegenvallende economische cijfers heeft echter ook tot gevolg dat analisten het niet meer alleen hebben over een 'zachte' landing van de Amerikaanse economie. Sommigen beginnen serieus rekening te houden met een 'harde' landing. Op dit moment voorspelt vrijwel niemand een heuse recessie in de VS, maar het beleggersblad *Barons* wist een maand geleden al economen aan te halen die de kans op een harde landing van de economie op 40% schatten. In de VS bestaat een vuistregel voor het voorspellen van een recessie. Wanneer de 'Composite Index of Leading Economic Indicators (LEI)' drie achtereenvolgende maanden daalt, komt er een recessie. Deze vuistregel heeft een vrij goede reputatie. Sinds 1948 heeft de 'leidende indicator' dertien keer een recessie voorspeld en negen keer kwam er daad-

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.

werkelijk een recessie. Vorige week werd bekend dat de leidende indicator voor de derde achtereenvolgende maand is gedaald. Een recessie op komst of vals alarm?

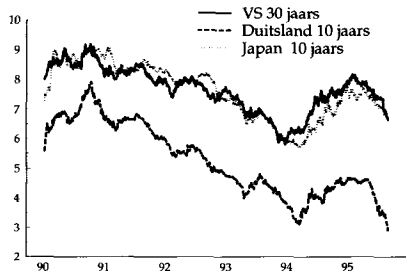
Om een vals alarm te herkennen bleek het in het verleden voldoende om een blik te werpen op de monetair situatie. Het bankwezen moet over voldoende liquide middelen beschikken om aan de geldvraag te voldoen. Het Amerikaanse effectenhuis 'Brown Brothers Harriman & Co.' heeft een index samengesteld die de liquiditeit van banken meet. Deze index wordt berekend als de ratio van de groei van de investeringen van banken in Amerikaans overheidspapier en de groei van de uitstaande leningen inclusief hypotheekleningen. De liquiditeit van het bankwezen neemt toe wanneer de vraag naar leningen van de private sector laag is.

Iedere keer wanneer de 'BBH-Bank liquidity index' een diepe bodem vormde was of volgde er, met uitzondering van 1967 tijdens de Vietnamoorlog, een recessie. Uit figuur 3 blijkt dat in al die gevallen waarin de leading indicator een vals alarm gaf, 1951, 1962, 1984 en 1987 het bankwezen inderdaad over genoeg liquide middelen beschikte en dat dat ook nu weer het geval is. Dat er deze keer opnieuw sprake is van een vals alarm is dan ook niet uitgesloten.

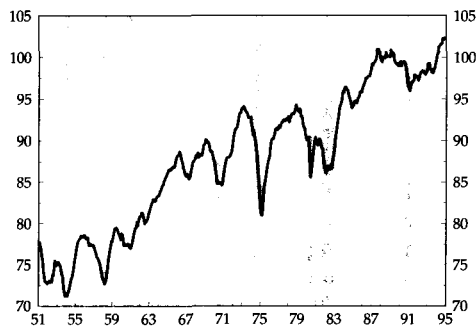
Pas op de plaats

De cijfers over de afzwakkende groei hebben al geresulteerd in speculaties dat de volgende stap van de Fed geen renteverhoging zal zijn maar een renteverlaging. Een forse groeivertraging zal zich immers na enkele maanden vertalen in een lagere inflatie waardoor verdere renteverhoging overbodig wordt. En een renteverhoging louter om de dollar te ondersteunen ligt ook niet erg voor de hand. De afgelopen maanden heeft de Fed de dollar immers ook niet met renteverhogingen ondersteund, zelfs niet toen de financiële markten hierom

Figuur 1. Kapitaalmarktrente in de VS, Japan en Duitsland



Figuur 2. Leidende indicatoren in de VS, gearceerde perioden zijn de recessies

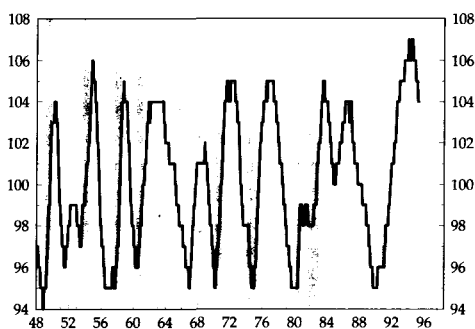


smeekten. De zwakte van de dollar is echter wel reden om een renteverlaging op de korte termijn niet te verwachten. Bij een nog zwakkere dollar is ten slotte niemand gebaat. De Fed niet omdat dit de inflatiedruk verhoogt en er nog inflatie in de pijplijn zit. In april zijn bij voorbeeld de importprijzen met 1,2% gestegen ten opzichte van de maand maart. Daarnaast zal het buitenland de Fed een renteverlaging niet in dank afnemen. Ten opzichte van de VS is hun concurrentiepositie al behoorlijk verslechterd. Het meest waarschijnlijke is dan ook dat de Fed voorlopig een pas op de plaats zal maken.

In het voetspoor van de VS

De rally op de Amerikaanse obligatiemarkt heeft de Europese obligatiemarkten mee omhoog getrokken. Net als in de Verenigde Staten is ook in Europa het sentiment 180 graden ge-

Figuur 3. BBH-Bank liquidity index, gearceerde perioden zijn de recessies in de VS



draaid. Was men drie maanden geleden nog in de veronderstelling te leven in een wereld waarin de rente alleen maar omhoog zou kunnen, de kracht van de D-mark gaf de Duitse centrale bank de ruimte om tot ieders verbazing de rente verder te verlagen.

Ondertussen raken financiële markten er steeds meer van overtuigd dat na de Verenigde Staten het nu de beurt is aan de Europese landen voor

een groei afzwakking. De top van de economische expansie hebben we waarschijnlijk eind 1994 gehad. In Nederland en Duitsland zal de sterke valuta de groei afremmen. In Spanje, Italië en Zweden zal de hoge reële rente de economie parten spelen terwijl de Franse economie te kampen heeft met zowel een sterke valuta als een hoge reële rente. In combinatie met de groeivertraging in de VS en de zwakte positie van de binnenlandse consument, zullen Europese landen in de tweede helft van het jaar dan ook geconfronteerd worden met een tragere economische groei.

Cruciale rol consument

Uit bovenstaande moge duidelijk zijn dat de euforie op de mondiale obligatiemarkten voorlopig nog kan aanhouden. Zowel in de Verenigde Staten als in Europa zal de groei afzakken waarmee de angst voor

oplopende inflatie – voor zover aanwezig – zal afnemen. Uit de futuresprijzen is af te leiden dat ondanks de speculaties een renteverlaging in de VS nog niet in de prijzen is verwerkt. De financiële markten gaan er kennelijk van uit dat de rente aan het einde van het jaar rond het huidige niveau zal liggen. Bij aanhoudende tegenvallende economische cijfers zullen echter steeds meer marktpartijen anticiperen op een rente-

verlaging, hetgeen een steun in de rug van de obligatiekoersen zal zijn.

Het is niet zo eenvoudig om aan te geven wanneer het sentiment zal omslaan. In ieder geval ligt het voor de hand te veronderstellen dat de aanleiding hiervoor weer in de Verenigde Staten gezocht moet worden. Op dit moment zijn er in de Verenigde Staten weinig aanwijzingen die duiden op een weer aantrekkende economische groei. De sleutel hiervoor ligt vermoedelijk bij de consument. Ondanks de groeivertraging ligt het consumentenvertrouwen op een vrij hoog niveau. Dat de consument vertrouwen heeft in de toekomst blijkt ook uit het feit dat het aantal nieuwe hypotheekaanvragen sinds eind 1994 weer een duidelijk stijgende lijn vertoont. Wanneer de consument zijn bestedingen opschroeft, zullen obligatiemarkten zich weer zorgen gaan maken over een sterkere groei en oplopende inflatie in de Verenigde Staten. Opvallend is immers dat de lange rente haar top bereikte omstreeks december 1994, toen duidelijk werd dat de kerstverkoop een teleurstellend verloop hadden. Omgekeerd zal een negatieve omslag het sentiment van obligaties wellicht platsvinden op het moment dat de detailhandelsverkoop weer een duidelijke opleving vertonen.

In het voetspoor van een stijgende kapitaalmarktrente in de Verenigde Staten zullen de Europese renten mee omhoog gaan. Wanneer dan tevens de Europese groei weer aantrekt, komt het moment dat de Bundesbank zich genoodzaakt zal zien de officiële rentetarieven te verhogen. Zij zal de obligatiemarkten immers moeten blijven overtuigen dat het haar ernst is met de beteugeling van de inflatie. Zover is het nog niet en tot dan zullen de obligatiemarkten optimistisch gestemd blijven.

Marja van der Giessen