

Diversiteit in rentecurven

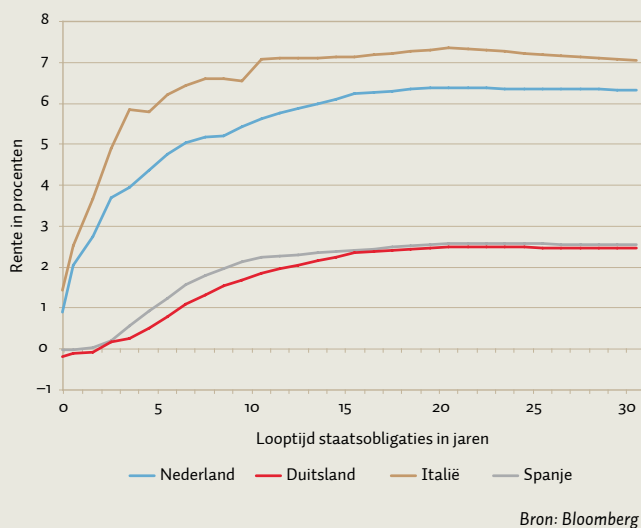
INTERNATIONAAL

De rentecurve geeft het verband weer tussen de rente en de looptijd van vergelijkbare leningen. Door te kijken naar de hoogte en de vorm van de rentecurve kan er meer worden verteld over de vraag naar en het aanbod van leningen, het door de markt gepercipieerde risico van leningen en de economische verwachtingen. Momenteel heeft Nederland een historisch lage rentecurve. Uniek is de momenteel negatieve rentevergoeding op staatspapier met een looptijd tot 3 maanden. Voordelig voor Nederland, maar een duidelijk signaal dat er onrust in de markt is. Zorgen over de kredietwaardigheid, de economische vooruitzichten en de stabiliteit in de eurozone vertalen zich in de rentecurven van betrokken landen.

De figuur geeft de rentecurve van Nederland, Duitsland, Spanje en Italië op 9 januari 2012. De rentecurven van Spanje en Italië karakteriseren zich door een algeheel hoog niveau, een convexe rentetoe name van leningen met een korte looptijd tot 5 jaar en een vlakke tot inverse rentecurve vanaf een looptijd van 10 jaar. De rentecurven van Nederland en Duitsland liggen daarentegen in zijn geheel historisch laag, de rentetoe name op het korte eind is concaaf en voor langere looptijden is de curve vlak. Uit de verschillen tussen de rentecurven kan worden afgeleid dat Nederland en Duitsland gezien worden als veilige havens. Uit de vloeiend lopende rentecurven blijkt tevens dat er in verschillende looptijden voldoende liquiditeit is. Spanje en Italië worden als risicovoller beschouwd, waarbij de convexe toename op de korte termijn en de vlakke en licht dalende rentecurven op lange termijn aangeven dat de risico's vooral op de korte termijn liggen. De hoeken in de rentecurven duiden

op een mogelijk beperkte liquiditeit in bepaalde looptijdsegmenten. Tot slot zijn alle rentecurven op het lange eind vlak of licht invers, wat indiceert dat economische groei onzeker is en de inflatieverwachtingen niet hoog zijn. ■ **RENS POLS** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

Rentecurven op 9 januari 2012



Trendbreuk binnenlands bezit van staatsobligaties

MONETAIRE ZAKEN

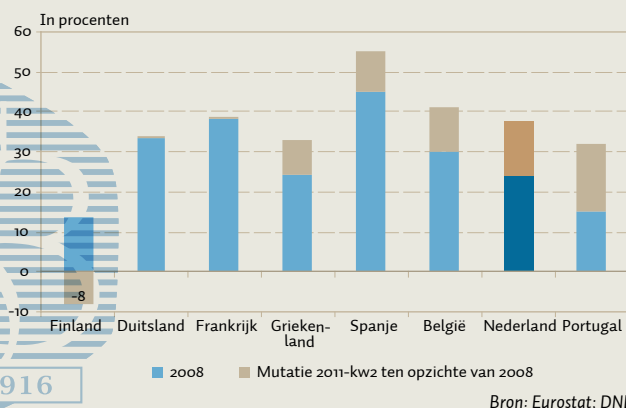
Sinds 2009 hebben Nederlandse beleggers hun bezit aan obligaties, uitgegeven door de Nederlandse overheid, meer dan verdubbeld, van 53 miljard euro eind 2008 naar 110 miljard euro in september 2011. Dit vormt een breuk met de periode 1998–2008, waarin Nederlandse beleggers hun bezit aan Nederlandse staatsobligaties juist afbouwden. Het binnenlandse bezit van Nederlandse staatsobligaties steeg hierdoor van 24 procent eind 2008 naar 38 procent in september 2011 (figuur).

Ook in diverse andere eurolanden is er sinds 2009 sprake van een toename van het binnenlandse bezit aan staatsobligaties. Het betreft vooral landen die te kampen hebben met tanende belangstelling van beleggers en diens gevolg oplopende markttrentes, zoals Portugal, België, Spanje en Griekenland (figuur). Het binnenlandse bezit van Duitsland en Frankrijk was vrijwel stabiel, terwijl dat van Finland zelfs afnam.

De stijging van het binnenlandse bezit van Nederlandse staatsobligaties kwam voor een belangrijk deel voor rekening van Nederlandse institutionele beleggers. Verzekeraars kochten sinds 2009 per saldo voor 20 miljard euro aan Nederlandse staatsobligaties, en pensioenfondsen voor 17 miljard euro. Dit past in de tendens dat deze instellingen meer beleggen in schuld papier dat is uitgegeven door landen met de hoogste kredietstatus. Naast Nederlandse staatsobligaties kochten verzekeraars en pensioenfondsen ook obligaties uitgegeven door bijvoorbeeld Duitsland (34 miljard euro), Frankrijk (12 miljard euro), Oostenrijk (10 miljard euro) en Finland (5 miljard euro). De groei van het bezit van Nederlandse staatsobligaties (met 150 procent) was net als de groei van het bezit van Oostenrijkse (130 procent) en Finse staatsobligaties (350 procent)

relatief groot ten opzichte van de groei van het bezit van Duitse staatsobligaties (80 procent). Een verklaring hiervoor is het hogere rendement dat op Nederlands, Oostenrijks en Fins schuld papier wordt verkregen in vergelijking met Duits staatspapier. Juist in Nederland speelt de toegenomen voorkeur van institutionele beleggers voor binnenlandse staatsobligaties een grote rol vanwege de relatief grote omvang van de sector. Waar in Nederland het gezamenlijke bezit van de institutionele beleggers ruim drie keer zo groot is als de overheidsschuld, is deze ratio voor de meeste andere eurolanden lager dan één. ■ **KRIT CARLIER** (DNB)

Aandeel binnenlands bezit staatsobligaties

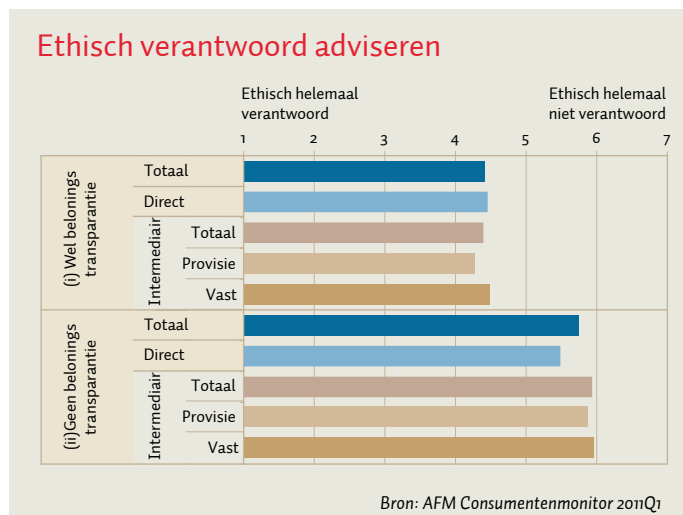


Beloningstransparantie en adviseren in eigen belang

FINANCIËLE MARKTEN

In het artikel 'When sunlight fails to disinfect: understanding the perverse effects of disclosing conflicts of interest' in het Journal of Consumer Research uit 2011 beschrijven Cain *et al.* een onderzoek naar *moral licensing* bij Amerikaanse studenten. In hoeverre is het ethisch aanvaardbaar advies in eigen belang te geven, al dan niet met beloningstransparantie? De AFM heeft deze vraag in 2011 voor Nederlandse recente hypotheeksluiters herhaald: "Stel dat u iemand advies geeft over twee producten. Product A is het beste, maar u krijgt een

hogere beloning als iemand product B kiest. Hoe ethisch verantwoord vindt u het om product B te adviseren wanneer (i) de ander weet dat u een hogere beloning krijgt bij product B en (ii) de ander niet weet dat u een hogere beloning krijgt bij product B." De 359 respondenten konden antwoorden op een schaal van 1 (ethisch helemaal verantwoord) tot 7 (ethisch helemaal niet verantwoord). De gemiddelde score voor de vraag met beloningstransparantie was 4,42, dus net iets meer ethisch niet verantwoord dan ethisch wel verantwoord. Zonder beloningstransparantie is het gemiddelde 5,75. Beloningstransparantie maakt het voor hypotheeksluiters dus acceptabeler in eigen belang te adviseren. Dit is vergelijkbaar met Cain *et al.*, die voor Amerikaanse studenten gemiddeld 3,65 met transparantie rapporteren en 5,39 zonder transparantie. Amerikanen vinden adviseren in eigen belang dus minder ethisch onverantwoord, mogelijk ligt dit verschil aan de formulering en context van de vraag. Voor de situatie met beloningstransparantie verschilt de gemiddelde score 4,39 van consumenten die via een intermediair hun hypotheek sloten niet van de groep die direct bij bank of verzekeraar sloot (4,45) (figuur). Wanneer er geen beloningstransparantie is, vinden hypotheeksluiters via het intermediair het moreel verwerpelijker (5,93) om in eigenbelang te adviseren dan consumenten die direct hun hypotheek sloten (5,48). Het intermediair moet nominale beloningstransparantie geven, dus de daadwerkelijke kosten in euro's. Consumenten die hun hypotheek sluiten via het kanaal met strengere eisen voor beloningstransparantie, stellen dus hogere morele eisen aan advies waarbij niet bekend is hoeveel de adviseur verdient. ■ **WILTE ZIJLSTRA** (AFM)



De gevoeligheid van Azië voor de mondiale cyclus

INTERNATIONAAL

De correlatie tussen de conjunctuurcycli van enerzijds de Aziatische grootmachten China en India, en anderzijds de Verenigde Staten en de eurozone is gering (tabel). Een eerste oorzaak is dat de binnenlandse vraag in China en India in de afgelopen jaren steeds belangrijker is geworden voor de groei. Een tweede oorzaak is dat in beide economieën de handel duidelijk minder open is dan in andere Aziatische landen. Dit doet vermoeden dat China en India – samen goed voor bijna 70 procent van de opkomende Aziatische economie – waarschijnlijk relatief minder hinder zullen ondervinden van eventuele externe schokken. In de nasleep van de ondergang van Leh-

man Brothers in september 2008 vertraagde de gemiddelde economische groei op jaarbasis in het laatste kwartaal van dat jaar en het eerste kwartaal van 2009 in China naar 6,5 procent en in India naar 6 procent. Er is wel een sterke correlatie tussen de conjunctuurcyclus van Zuid-Korea, Singapore en Taiwan, en die van de Verenigde Staten en de eurozone. Deze sterke correlatie volgt uit de exportgerichtheid van deze landen. Met de openheid van de handel als uitgangspunt lijkt de economie van Singapore het gevoeligst voor de wereldwijde groei. Hoewel de elektronica-sector in Singapore een overheersende rol speelt, is de verwerkende industrie vrij goed gediversificeerd. Bovendien heeft Singapore in de afgelopen jaren veel moeite gedaan om de diversificatie van de economie op het gebied van onder meer de financiële dienstverlening en het toerisme te verbeteren. Het land is dus minder afhankelijk geworden van industrie. De correlatie tussen de Zuid-Koreaanse conjunctuurcyclus enerzijds en die van de Verenigde Staten en de eurozone anderzijds is redelijk vergelijkbaar met die van Singapore en Taiwan. Zuid-Korea is echter duidelijk minder afhankelijk van de handel dan de beide andere landen. Bovendien is de economie van Zuid-Korea relatief gezien beter bestand tegen wereldwijde groeischokken dan die van Singapore en vooral Taiwan. Zuid-Koreaanse producenten hebben gespecialiseerde productieclusters opgebouwd rond de auto-, scheepsbouw- en elektronica-waardeketen en zijn hierdoor minder afhankelijk geworden van de ontwikkelingen binnen één sector. ■ **SERDAR KÜÇÜKAKIN** (ABN AMRO)

Correlatie en afhankelijkheid handel in Azië

| | Correlatie conjunctuurcycli in de periode van 2000–2011-kw2 | | | Openheid handel in procenten van het bbp, 2010 |
|------------|---|----------|-------|--|
| | Verenigde Staten | Eurozone | China | |
| China | 0,31 | 0,33 | - | 49 |
| India | 0,51 | 0,52 | 0,73 | 34 |
| Zuid-Korea | 0,72 | 0,70 | 0,21 | 102 |
| Taiwan | 0,72 | 0,57 | 0,49 | 140 |
| Singapore | 0,69 | 0,58 | 0,52 | 394 |

Bron: Bloomberg