

## Hogere volatiliteit in obligatiemarkten

INTERNATIONAAL

Na het rentebesluit van de ECB op 3 juni gaf ECB-president Mario Draghi zoals gebruikelijk een persverklaring af. Na een periode van historisch lage marktrentes liepen deze vanaf halverwege april flink op. Draghi gaf de hogere inflatieverwachtingen en de verbeterde economische groeivoorzichten als mogelijke verklaringen. Ook ging hij in op een vijftal technische redenen, waaronder verhoogde volatiliteit op obligatiemarkten.

Wat houdt hogere rentevolatiliteit precies in en waarom is deze recent gestegen? Rentevolatiliteit betreft de intensiteit van rentebewegingen. De figuur toont de effectieve tienjaarsrente en de volatiliteit weergegeven door de gecentreerde voortschrijdende twintigdaagse standaarddeviatie. De sterke pieken in de figuur zijn geen eenmalige uitschieters. Een stijgende lijn impliceert een aanhoudend oplopende volatiliteit.

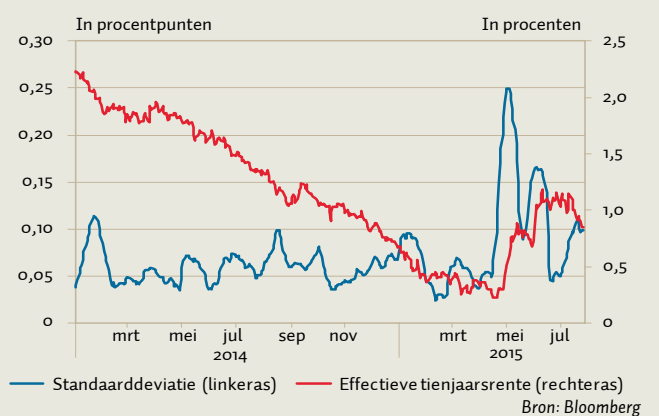
Ook de intradagvolatiliteit is sterk toegenomen. Gedurende de tweede helft van 2014 was het gemiddelde verschil tussen de hoogste en laagste prijs op een dag 4,5 basispunten (ofwel 0,045 procentpunt). In de eerste helft van 2015 is dit verschil opgelopen tot 6,8 basispunten. Dit verschil is voor handelaren van groot belang, want zij verkopen aangekochte obligaties vaak weer binnen een dag.

Er zijn tal van verklaringen voor de hogere rentevolatiliteit. Een daarvan is de onzekerheid in de markt over het verloop van het kwantitatieveverruimingsprogramma van de Europese Centrale Bank. Een andere verklaring is het programma zelf. Door het opkoopprogramma zijn er minder vrij verhandelbare obligaties op de markt. Door deze lagere liquiditeit hebben de keuzes van andere, reguliere, investeerders om te kopen

of verkopen een grotere impact op de prijzen.

Volatiliteit is een vorm van risico. Investeerders verlangen voor dit risico hogere compensatie, met als gevolg hogere rentes en lagere prijzen. Van daar dat Draghi volatiliteit noemt als een van de technische verklaringen voor hogere rentes. Voor Draghi is verhoogde volatiliteit echter geen reden om het beleid aan te passen. Hij ziet deze slechts als factor om in de huidige marktomstandigheden rekening mee te houden: *“We should get used to periods of higher volatility.”* ■ **FLEUR VAN AMELSVOORT** (MINISTERIE VAN FINANCIËN)

### De tienjaarsrente en de rentevolatiliteit



## Kennis over bankproducten

MONETAIR

Goede kennis over de kosten en opbrengsten van bankproducten is van belang voor het nemen van verstandige financiële beslissingen. Zo is het slim te weten hoeveel rente je ontvangt over jouw spaartegoed om in de gaten te kunnen houden of het aantrekkelijk wordt om over te stappen naar een andere bank of een ander product.

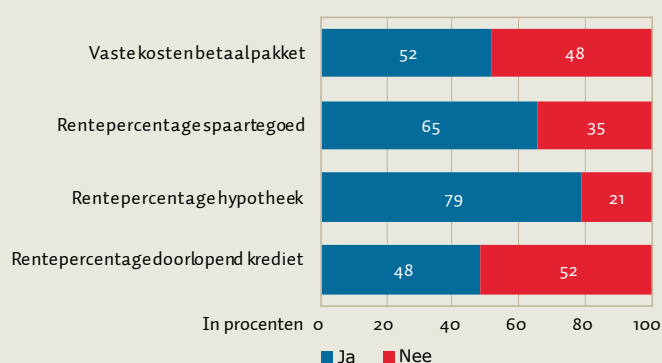
Leden van het CentERpanel is afgelopen juni een vraag gesteld om hun kennis over vier verschillende bankproducten te meten. Panelleden met een betaalrekening is gevraagd of zij uit hun hoofd weten hoeveel zij betalen voor het hebben van hun belangrijkste betaalpakket. Daarnaast is aan spaarders gevraagd of zij weten welk rentepercentage zij ontvangen over hun belangrijkste spaartegoed. Tot slot kregen panelleden met een hypotheek en panelleden met een doorlopend krediet de vraag voorgelegd of zij uit hun hoofd weten welk rentepercentage zij hierover betalen. De figuur toont de antwoordpercentages.

Een aanzienlijk deel van de respondenten heeft geen parate kennis over de kosten van bankproducten. 48 procent van de 2185 respondenten met een betaalrekening weet de kosten voor het hebben van de betaalrekening en bankpas(sen) niet uit het hoofd. Een mogelijke verklaring is het kleine verschil in de kosten die banken in rekening brengen waardoor parate kennis relatief weinig oplevert. Ook de kennis over de kosten van een doorlopend krediet is voor verbetering vatbaar; 52 procent van de 188 respondenten weet niet welk rentepercentage er over het doorlopend krediet wordt betaald. Juist voor mensen met schulden is het van belang grip te hebben op de financiën. De kennis over de kosten van een hypotheek is een stuk beter. 79 procent van de 1130 respondenten met

een hypotheek weet het rentepercentage over de belangrijkste hypothecaire schuld uit het hoofd. Ook ten aanzien van de opbrengsten ontbreekt bij een belangrijk deel van de mensen parate kennis. 35 procent van de 1976 spaarders weet niet welk rentepercentage wordt ontvangen over het belangrijkste spaartegoed.

Significant minder vrouwen dan mannen geven aan parate kennis te hebben over hun belangrijkste spaartegoed en hun belangrijkste hypothecaire lening. De lagere financiële geletterdheid bij vrouwen is in lijn met eerdere studies. ■ **CARIN VAN DER CRUIJSEN** (DNB)

### Weet u het volgende uit uw hoofd?



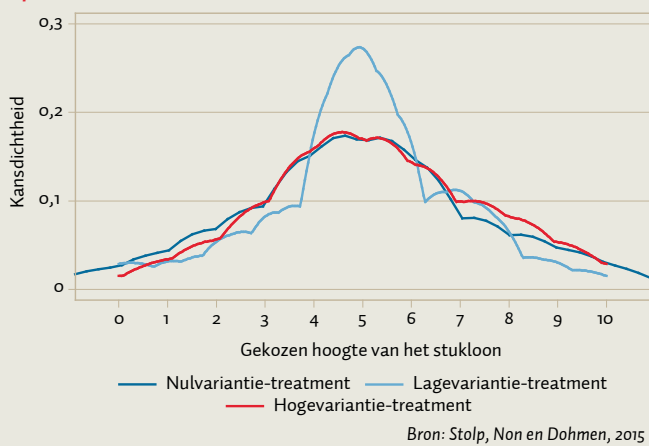
Bron: CentERpanel, juni 2015.

## Het effect van onzekerheid op de keuze voor prestatiloon

ARBEIDSMARKT

**B**ijgaande figuur is gebaseerd op een recent door Tom Stolp, Arjan Non en Thomas Dohmen in Maastricht uitgevoerd laboratoriumexperiment. Aan deelnemers (N = 194) werd gevraagd hoe ze beloofd wilden worden voor het uitvoeren van een bepaalde taak. Hun beloning bestond uit een vast en een variabel deel, waarbij het variabele deel lineair afhing van het aantal eenheden dat ze produceren (stukloon oftewel het prestatiloon). Een hogere variabele beloning ging

### Verdeling van de gekozen hoogte van stukloon per treatment



echter wel ten koste van een lagere vaste beloning. De mogelijke keuzes varieerden derhalve tussen een volledig vaste beloning (dus nul prestatiloon) en een volledig variabel loon (dus zonder vaste compensatie). Het aantal geproduceerde eenheden hing echter niet alleen af van de eigen inspanningen van de deelnemers. Ze wisten dat een willekeurig gekozen percentage bij hun productie opgeteld zou worden, of ervan afgetrokken. Dit percentage verschilde per treatment, namelijk tot maximaal 40 procent in de lagevariantie-treatment, en maximaal 100 procent in de hogevariantie-treatment. Ter controle was er een treatment zonder een dergelijke schok (geen variantie).

Economische theorie voorspelt dat wanneer mensen risicoavers zijn, een grotere onzekerheid in de productiefunctie een hoog stukloon onaantrekkelijk maakt. Dit is niet wat we vinden, zoals de figuur illustreert: de gemiddelde keuze verschilt niet tussen treatments. Om onduidelijke redenen is de verdeling van gekozen hoogte van het stukloon in de lagevariantie-treatment geconcentreerder, maar van een verschuiving naar links is geen sprake als de variantie groter wordt. Mensen laten hun keuze dus niet afhangen van het risico in hun omgeving.

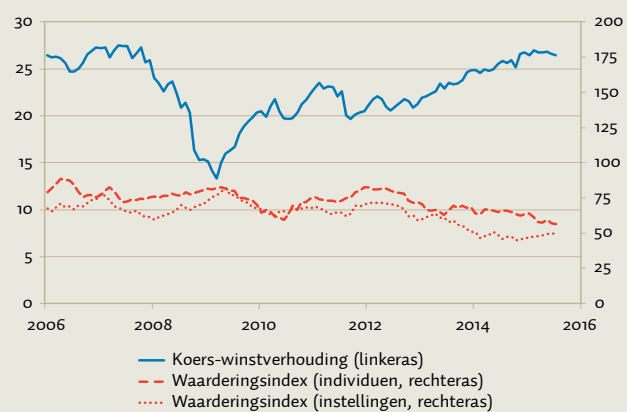
Deze bevinding roept de vraag op of potentiële zzp'ers en startende ondernemers wel een overwogen keuze weten te maken. In zijn algemeenheid kun je de vraag stellen of mensen rationeel met risico om weten te gaan. Een positieve boodschap is echter dat werkgevers in sectoren met grote onzekerheid het prestatiloon mogelijk kunnen gebruiken om risico's te delen zonder dat ze hierdoor moeite krijgen om personeel aan te trekken. ■ **ARJAN NON** (ROA)

## Weinig vertrouwen beleggers in aandelenwaardering

ECONOMIE EN SAMENLEVING

**I**n oktober vorig jaar waarschuwde De Nederlandsche Bank (DNB) voor mogelijke zeepbelvorming op de aandelenmarkten, met name in de Verenigde Staten. DNB wees in dit verband op de verhouding tussen de bedrijfswinsten per aandeel en de koers ervan. Deze koers-winstverhouding is voor de Amerikaanse beursindex S&P500 inmiddels al geruime tijd de 25 gepasseerd, en ligt daarmee weer op het niveau van voor de crisis (figuur).

### Koers-winstverhouding en vertrouwensindices voor de S&P500



Bij een aandelenzeepbel stijgt de koers-winstverhouding niet (alleen) door fundamentele factoren, zoals veranderingen in de rentestand, maar (ook) door het marktsentiment. Een omslag in het sentiment kan een scherpe prijscorrectie tot gevolg hebben. Dit roept de vraag op of het marktsentiment onder beleggers gemeten kan worden, iets wat tot nog toe veel minder gebruikelijk is dan het meten van het consumentenvertrouwen. Een vooraanstaande vertrouwensindex is de waarderingsindex van Robert Shiller: het percentage van de populatie dat denkt dat de marktprijzen niet te hoog liggen. Aan de basis staat de volgende meerkeuzevraag: "Aandelenprijzen in de Verenigde Staten zijn – afgezet tegen maatstaven voor de werkelijke fundamentele waarde of een redelijke investeringswaarde – (1) te laag; (2) te hoog; (3) ongeveer juist; (4) weet niet." De waarderingsindex is gedefinieerd als het aantal ondervraagden dat (1) of (3) kiest, gedeeld door het aantal dat kiest voor (1), (2) of (3). De vergelijkende kracht van de index volgt uit het feit dat de vraag elke maand in exact dezelfde vorm gesteld wordt. De vraag wordt uitgezet onder individuele Amerikanen met hoge inkomens, en managers verantwoordelijk voor het vermogensbeheer van Amerikaanse pensioenfondsen.

De waarderingsindices bereikten een hoogtepunt in het voorjaar van 2009. Na de beurskrach stelde toen ongeveer 80 procent van de ondervraagden dat de beurs niet meer overgewaardeerd was. Sinds 2012 is een duidelijk dalende trend in vertrouwen waar te nemen, zowel voor individuen als voor instellingen. Inmiddels gelooft bijna de helft van de Amerikaanse beleggers dat de aandelenbeurs overgewaardeerd is. ■ **DAAN IN 'T VELD** (SEO ECONOMISCH ONDERZOEK)