

# Rentestijging

## Krach op de obligatiemarkt

De afgelopen weken beleefden de Europese obligatiemarkten een enorme koersval. In zes weken tijd werd een koersstijging van zes maanden tenietgedaan. In Nederland steeg de rente op langlopende obligaties van 5,6 naar 6,3%. Op de andere obligatiemarkten van Europa waren de rentestijgingen nog groter. Ook elders in de wereld steeg de rente. In Japan steeg de tienjaars obligatierente van 3,1 naar 4,1%. In de Verenigde Staten raakte de rentestijging, die daar al in oktober 1993 begon, in een stroomversnelling.

Het is lang geleden dat de obligatiemarkten door een dergelijke krachtige rentestijging werden opgeschrikt. De laatste keer was onmiddellijk na het uitbreken van de Golfcrisis in augustus 1990. De aankondiging van de Duitse eenwording, eerder dat jaar, was eveneens goed voor een plotse sprong van de lange rente. In beide gevallen was de stijging van de rentetarieven ingegeven door een gefundeerde vrees voor hogere inflatie. Dit is, zeker waar het Europa betreft, een belangrijk verschil met de huidige rentestijging.

Op het moment van schrijven is de rust op de Europese obligatiemarkten

weergekeerd. In Nederland is de rente weer gedaald tot vlak boven de 6%. Ook op de andere Europese obligatiemarkten werd een deel van de rentestijging tenietgedaan. Desalniettemin zit de schrik er goed in.

De vraag die beleggers bezighoudt is of de rentestijging van de laatste weken het keerpunt is na een lange periode van rentedaling. Een periode die begon in januari 1991, en die de houders van Nederlandse staatsobligaties in drie jaar tijd een totaal rendement (couponrente plus koerswinst) van 52% heeft opgeleverd. Of is de rentestijging van de laatste weken 'slechts' een oneffenheid op het pad van rentedaling? Sommigen spreken zelfs van een 'gezonde correctie' nodig om de 'bullmarket' voor Europese obligaties in stand te houden.

Een andere vraag die beleggers zich stellen is niet waarom de rente is gaan stijgen – daarvoor heeft men achteraf verklaringen genoeg – maar waarom zo snel.

### De geest uit de fles

Velen zien de zogenaamde 'hedgefondsen' als grote boeman achter de snelle rentestijging in Europa. Dit zijn speculatieve beleggingsfondsen die met veel geleend geld voor miljarden op de internationale financiële markten speculeren. Deze fondsen zouden de afgelopen weken massaal obligaties hebben verkocht en zodoende de koersval op hun geweten hebben. De vermeende rol van de hedgefondsen was zelfs onderwerp van overleg tussen de centrale banken van de grote industrielanden.

De vraag is of de hedgefondsen verantwoordelijk kunnen worden gesteld voor de ommekeer in de rente.

## Financiële markten

Met ingang van dit nummer zal elke twee weken in ESB de nieuwe rubriek "Financiële markten" verschijnen. In deze rubriek worden achtergronden gepresenteerd bij de meest opvallende ontwikkelingen op de financiële markten en wordt dieper ingegaan op de economische betekenis daarvan. De rubriek zal worden verzorgd door medewerkers van het Institute for Research and Investment Services BV.

Hedgefondsen en andere speculatieve beleggers kunnen door hun agressieve beleggingsmethodiek de bestaande koersbeweging versterken. Maar uitgesloten moet worden dat zij – hoe agressief ze ook opereren – een omslag in de rente kunnen bewerkstelligen. Hoogstens zullen zij de volatiliteit – de stijgingen en dalingen op de korte termijn – hebben vergroot. En volatiliteit is een normaal onderdeel van alle beleggingsmarkten, erkende EMI-president Lamfalussy na een overleg van de Europese centrale banken over de hedgefondsen. Voor lange termijn beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, die over tijdelijke verliezen heen kunnen kijken, is dit geen groot probleem.

Is volatiliteit voor de centrale bankiers geen probleem, zij maken zich wel zorgen over de risico's die commerciële banken lopen door het in de laatste jaren sterk toegenomen gebruik van afgeleide instrumenten, zoals opties, termijncontracten en 'swaps'. Hedgefondsen maken een ruim gebruik van dit soort instrumenten. En deze zorg is niet zonder reden. Zo schat bij voorbeeld het Amerikaanse zakenblad *Fortune* de totale markt voor afgeleide instrumenten in de wereld op 16 biljoen dollar<sup>1</sup>. Het gaat hier om indrukwekkende cijfers, die de centrale bankiers danig uit de slaap kunnen houden. Alleen al de nummers één, twee en drie van tabel 2 hebben bij elkaar opgeteld een 'exposure' die het totale bruto binnen-

Tabel 1. Top en dal in lange rente (%)

	Top <sup>a</sup>	Dieptepunt	Vershil (%-pt)
Verenigde Staten	6,85	5,78 (15/10/93)	+1,07
Ver. Koninkrijk	7,18	6,08 (29/12/93)	+1,10
Duitsland	6,40	5,54 (3/1/94)	+0,86
Nederland	6,33	5,55 (3/1/94)	+0,78
België	7,26	6,33 (3/1/94)	+0,93
Japan	4,15	3,11 (7/1/94)	+1,04
Frankrijk	6,40	5,60 (12/1/94)	+0,80
Denemarken	6,80	5,90 (13/1/94)	+0,90
Zweden	7,65	6,65 (31/1/94)	+1,00
Spanje	9,08	7,75 (1/2/94)	+1,33
Italië	9,84	8,52 (2/2/94)	+1,32

a. 2 maart 1994

1. *Fortune*, 7 maart 1994, blz. 40-57.

**Tabel 2. Posities in afgeleide instrumenten in 1993 (in miljarden dollars)**

Chemical Bank	2.416	Crédit Suisse	1.017
Bankers Trust	1.982	Salomon	967
Citicorp	1.981	BankAmerica	964
J.P. Morgan	1.660	Banque Indosuez	945
Union Bank of Switzerland	1.452	Merrill Lynch	918
Swiss Bank	1.352	Goldman Sachs	752
Société Générale	1.209	Barclays	751
Mitsubishi Bank	1.182	Paribas	742
Crédit Lyonnais	1.110	National Westminster	577
Chase Manhattan	1.042	Royal Bank of Canada	554

Bron: *Fortune*, 7 maart 1993. Als gevolg van dubbeltellingen is de som van de in de tabel opgenomen bedragen groter dan het voor de hele wereld geschatte totaal van 16 biljoen dollar.

lands produkt van de Amerikaanse economie overtreft. De lijst van *Fortune* is overigens niet volledig omdat Duitse en de meeste Japanse banken geen informatie verschaffen over hun posities in afgeleide instrumenten.

Deze zogenaamde 'off balance'-activiteiten zijn voor veel banken een belangrijke bron van winst geworden. Echter – en dat is de terechte zorg van de centrale bankiers – de commerciële banken kunnen zich met hun afgeleide activiteiten ook enorme verliezen op de hals halen. Niemand weet, zoals *Fortune* opmerkt, hoe deze omvangrijke en zeer verstrengelde handel – deze geest uit de fles – een crisis op de aandelen- en obligatiemarkten zou doorstaan.

### Sombere gedachten en een opbeurende vergelijking

Blijft over de vraag of er op dit moment sprake is van een definitieve ommekeer in de rente of dat we te maken hebben met een tijdelijke oneffenheid op het pad van rentedaling.

De huidige situatie doet in economisch opzicht denken aan de jaren 1983 en 1984. Ook toen kwam de gendustrialiseerde wereld net uit een recessie en begon men zich zorgen te maken over een oplopende inflatie in de VS. De Amerikaanse economie vertoonde in 1983 en 1984 reeds een

aanzienlijke economische groei terwijl Europa slechts moeizaam in staat bleek zich aan de recessie te onttrekken. De Amerikaanse centrale bank – de Fed – begon destijds drie maanden na afloop van de recessie, in februari 1983, het monetaire beleid te verkrappen waarop de lange rente in de Verenigde Staten vanaf maart 1983 begon te stijgen. In het kielzog van de rentestijging in de VS gingen toen ook de Europese rentetarieven omhoog. Maar een half jaar daarna hervatte de kapitaalmarktrente in Europa haar dalende beweging terwijl de rente in de VS verder doorsteeg. Pas tegen het midden van 1984 gingen de rentetarieven aan beide zijden van de oceaan weer gezamenlijk naar beneden en daalden ten einde in april 1986 een voorlopig dieptepunt te bereiken.

Ook nu is er reden om aan te nemen dat de rente op de Europese obligatiemarkten, na een eerste schrikreactie, zijn weg naar beneden weer zal hervatten. Gezien de in veel Europese landen omvangrijke overcapaciteit bij de industrie, de verwachting dat het economisch herstel later dit jaar en in 1995 stukje bij beetje zal moeten worden bevochten, lijkt het in dit stadium van de conjunctuurcyclus nog te vroeg voor een definitief keerpunt in de rente. Een structurele omslag in de kapitaalmarktrente doet zich meestal pas veel later in de

conjunctuurcyclus voor wanneer de economie licht overspannen begint te raken. Dit punt lijkt thans nog ver verwijderd. Bovendien bijt de slang zichzelf in de staart. Hoe langer de kapitaalmarktrente blijft stijgen, des te groter is de kans dat het herstel in Europa dit jaar überhaupt niet van de grond zal komen en dus dat de lange rente in een later stadium alsnog omhoog wordt gedrukt.

Tot slot. De onrust op de Europese obligatiemarkten kan nog wel even voortduren. Koersdalingen zoals we die de afgelopen weken hebben gezien zijn niet uitgesloten. Deze zullen echter van tijdelijke aard zijn, en dus voor beleggers een goed moment om te kopen.

### Maarten Leen Brigitte Slot

De auteurs zijn werkzaam op de afdeling macro-economie van het Institute for Research and Investment Services, een samenwerkingsverband van Rabobank en Robeco Groep.

**Tabel 3. Verandering lange rente in basispunten**

	VS	Duitsland
Januari 1982 - maart 1983	-360	-220
Maart 1983 - september 1983	+100	+ 90
September 1983 - april 1984	+100	- 40
April 1984 - april 1986	-530	-240