

Liquiditeitspremie staatsobligaties

Inleiding

De vraag naar liquiditeit en veilige assets is in recente jaren fors gestegen, zowel door onrust op de financiële markten als door nieuwe regelgeving. Sinds het omvallen van Lehman in 2008 en het begin van de eurocrisis in 2009, heeft de ‘vlucht naar veiligheid’ zich geuit in een premie voor staatsobligaties ten opzichte van aandelen (figuur 1), alsook een premie voor leningen van Europese kernlanden ten opzichte van leningen van periferie overheden (figuur 2).² Het vluchthaveneffect stopt hier echter niet. Ook binnen de kernlanden is er sprake van een liquiditeitspremie³ op Duitse staatsobligaties ten opzichte van Nederlandse en Franse overheidsobligaties. Dat is aan te tonen met informatie uit de Credit Default Swap (CDS) markt. Tevens is een liquiditeitspremie waar te nemen op nominale Franse staatsleningen versus inflatiegeïndexeerde Franse staatsleningen.

Liquiditeit heeft te maken met kredietwaardigheid, de omvang van leningen en risicoaversie.

Nu de onzekerheid op de financiële markten lijkt af te nemen, zullen ook de eerder genoemde liquiditeitspremies waarschijnlijk wat afnemen. Op de lange termijn echter zal een premie voor zeer kredietwaardig papier blijven bestaan. Het argument hiervoor is de behoefte aan veilige en liquide activa door regelgeving, in combinatie met toenemende overheidstekorten en daarmee een afnemende kredietwaardigheid van menig westerse overheid.

Fysieke obligatiemarkt versus CDS markt

De economische literatuur (zie bijvoorbeeld Fabozzi en Mann, 2010 of Christensen, Lopez en Rudebusch, 2010) komt tot een totaal van zes componenten waaruit de yield op een nominale obligatie is opgebouwd: de (risicovrije) reële rente, de inflatieverwachting voor de looptijd van de obligatie, een inflatierisicopremie (voor de kans dat de inflatie onjuist is ingeschat), een termijnpremie, een premie voor het kredietrisico van de uitgevende partij en een liquiditeitspremie.

Voor obligaties die in dezelfde valuta zijn uitgegeven en tevens een gelijke looptijd kennen geldt dat de reële rente, de inflatieverwachting en de inflatierisicopremie gelijk zijn. Verschillen in rente zijn in dat geval toe te schrijven aan de overige twee componenten: de premie voor kredietrisico en voor liquiditeit.

Nominale rentes zijn af te lezen uit de fysieke obligatiemarkt. Premies die worden toegekend aan kredietrisico zijn af te lezen uit de Credit Default

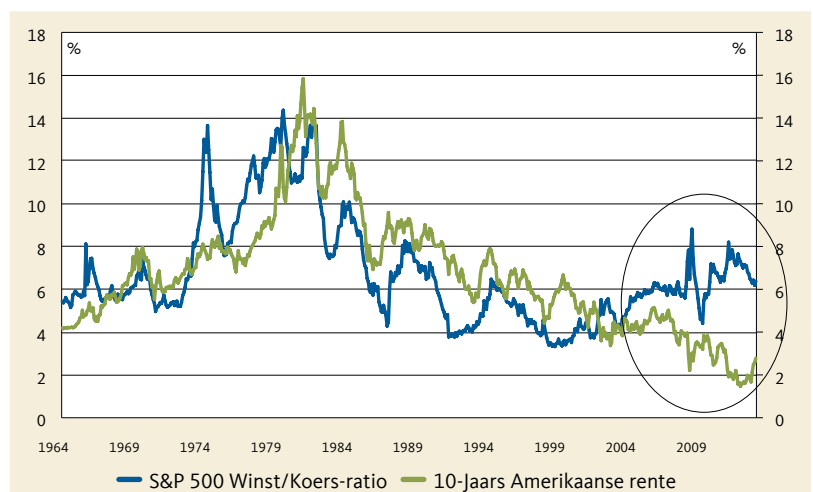


Auteur
Jitzes Noorman¹

Swap (CDS) markt. Het combineren van de informatie uit deze twee markten maakt het mogelijk om de liquiditeitspremie te meten. Kortweg kan het verschil in nominale rentes dat niet verklaard kan worden door verschillen in CDS spreads worden bestempeld als de liquiditeitspremie.

In figuur 3 is het renteververschil weergegeven tussen de Nederlandse 10-jaars “on-the-run”⁴ staatsobligatie en de Duitse tegenhanger. Dit (positieve) renteververschil blijkt hoger te zijn dan verwacht had mogen worden louter op basis van het verschil in CDS spreads. Gemiddeld was de Nederlandse nominale rente 32 basispunten hoger dan de Duitse rente, terwijl de Nederlandse CDS

Figuur 1 Aandelen yield versus obligatie yield

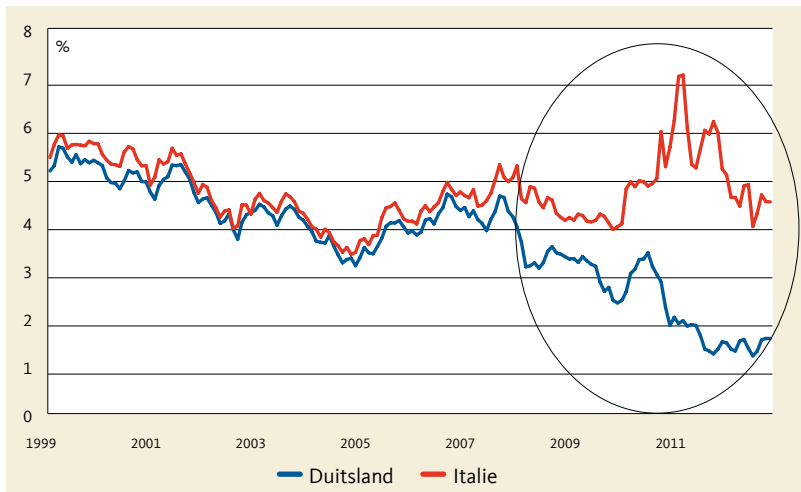


Bron: F&C, Bloomberg, september 2013

spread gemiddeld slechts 7 basispunten hoger was. Oftewel, de markt vraagt een liquiditeitspremie (een hogere vereiste rente) van 25 basispunten voor Nederlandse obligaties ten opzichte van Duitsland. De hogere liquiditeit van Duitse staatsleningen

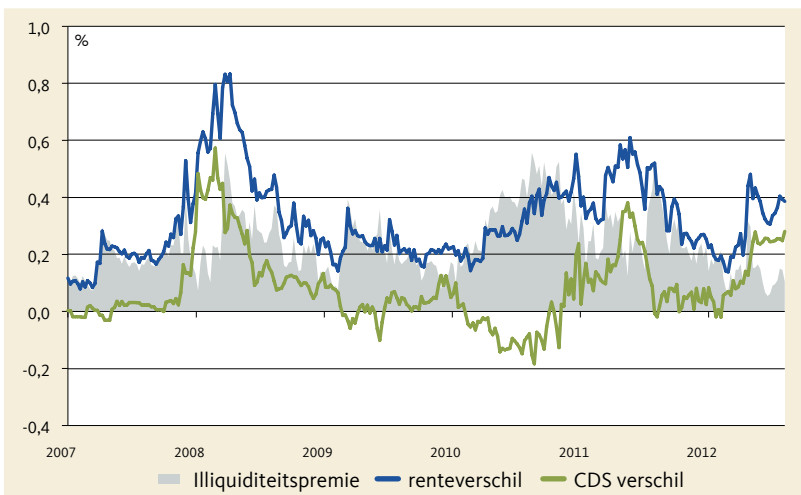
kan verklaard worden door de omvang van de markt (EUR 1,073 miljard per mei 2013 versus EUR 315 miljard voor de Nederlandse staatsobligatiemarkt) en het feit dat Duitse staatsobligaties leverbaar zijn voor de Bund Future contracten, terwijl er geen futures zijn op Nederlandse staatsleningen. Wat verder opvalt is dat de liquiditeitspremie niet stabiel is. Zo liep deze aanzienlijk op tot circa 50 basispunten in 2008, 2011 en 2012, exact op de momenten dat de onrust op de financiële markten fors toenam. Dit illustreert dat in tijden van crisis Duitse staatsobligaties de rol als vluchthaven vervullen.

Figuur 2 10-Jaars staatsrentes: Kern versus Periferie



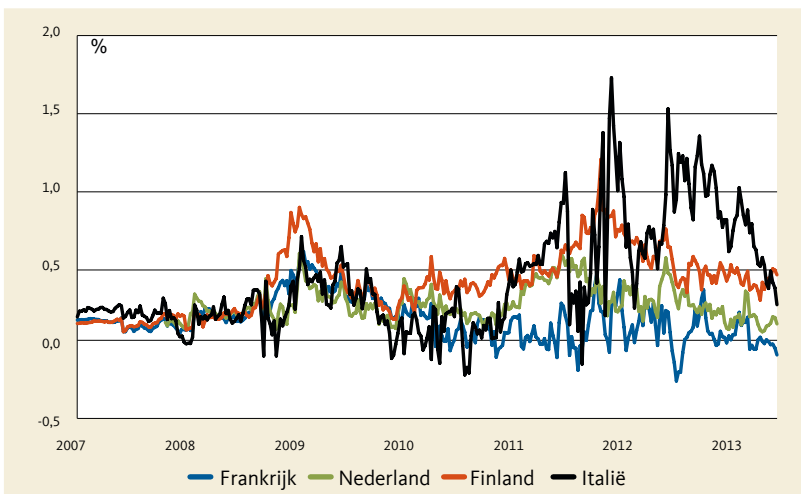
Bron: F&C, Bloomberg, september 2013

Figuur 3 10-Jaars renteverval Nederland-Duitsland



Bron: F&C, Bloomberg

Figuur 4 Liquiditeitspremies versus 10-jaars Duitse staatsobligaties



Bron: F&C, Bloomberg

Via dezelfde methodiek zijn de liquiditeitspremies berekend ten opzichte van Duitse obligaties voor Franse, Italiaanse en Finse staatsleningen. Wederom blijkt dat beleggers een extra yield vereisen voor illiquiditeit. Of anders gezegd, bereid zijn een liquiditeitspremie te betalen voor Duits papier.⁵ Ook lopen de premies weer op ten tijde van onrust. Wat opvalt is dat de liquiditeitspremie voor Franse leningen ten opzichte van Bunds geringer is dan die voor Nederlandse obligaties. Dit wijst er op dat deze component inderdaad wordt bepaald door de omvang van de onderliggende markt en los staat van kredietwaardigheid. Zo vereisen beleggers voor Fins papier een extra hoge rente, ondanks het geringe kredietrisico (de CDS spread van Finland is zelfs lager dan de Duitse CDS spread). Wel valt op dat de liquiditeitspremie van Italiaanse leningen in recente jaren boven die van Finland is uitgestegen, ondanks de grotere omvang van de Italiaanse staatsobligatiemarkt. Mogelijk wordt de liquiditeit geschaad op het moment dat de kredietwaardigheid van een land onder een bepaalde grens uitkomt. Sinds 2011 is de S&P rating voor Italië namelijk afgedaald van A+ tot inmiddels BBB+. Dit zou impliceren dat er interactie plaatsvindt tussen de verschillende risicopremies. Een mogelijke verklaring is dat institutionele beleggers met beleggingsrestricties gedwongen worden om obligaties te verkopen op het moment dat de rating onder een bepaalde grens komt.

Tot slot suggereert figuur 4 dat markten recentelijk gekalmeerd zijn en dat de prijs van liquiditeit weer is gedaald.

Prijverschillen tussen nominale en index-linked obligaties

Een studie genaamd “*Why does the Treasury issue TIPS? The TIPS-Treasury Bond Puzzle*” (Fleckenstein, Longstaff, Lustig, 2010) toont aan dat er in de periode 2004–2009 een structureel prijsverschil bestond tussen nominale Amerikaanse staatsleningen (US Treasuries) en inflatie-geïndexeerde staatsleningen (TIPS: Treasury-inflation-protected securities). Een TIPS betaalt een vaste reële coupon plus een vergoeding voor gerealiseerde inflatie. Deze inflatievergoeding is gekoppeld aan de hoofdsom. Door een TIPS te combineren met een inflatieswap – waarbij de gerealiseerde inflatie wordt betaald en een van te voren vastgelegde

inflatie (gelijk aan de verwachte inflatie bij aangaan van de inflatieswap) wordt ontvangen – wordt een synthetische nominale staatslening gecreëerd. Arbitrage schrijft voor dat de reële rente op een TIPS lening vermenigvuldigd met de ingeprijsde inflatie in de swapmarkt gelijk moet zijn aan de nominale rente op een US Treasury.⁶ Dit bleek echter niet het geval te zijn. De nominale rente was namelijk gemiddeld lager (54 basispunten) dan de combinatie van de reële rente en de ingeprijsde inflatie. Anders gezegd, Treasuries bleken structureel duur te zijn ten opzichte van de TIPS gecombineerd met inflatieswaps. Verklaringen die de auteurs hiervoor aandragen zijn onder andere: verschil in kredietwaardigheid tussen nominale obligaties en geïndexeerde obligaties (want de hoofdsom van een TIPS groeit in de tijd), tegenpartijrisico (want bij inflatieswaps wordt een

Nederlandse staatsobligaties kennen een liquiditeitspremie van 25 bps ten opzichte van Duitsland AAA-papier zal structureel schaars blijven

transactie met een bank aangegaan), het verschil in inzetbaarheid als onderpand, maar ook verschil in liquiditeit. Zo is de omvang van de TIPS markt minder dan 10% van de US Treasury markt, worden TIPS door minder dealers geprijsd (circa 5 om 15) en zijn bied-laag spreads van TIPS hoger (circa 1-2 basispunten versus 0,25 basispunt). Ook wijzen de auteurs op systeemrisico en op de vluchthavenfunctie die US Treasuries bij tijd en wijle vervullen.

In deze sectie wordt gekeken of deze liquiditeitspremie ook op de Europese vastrentende markt kan worden waargenomen. Het startpunt is de reële yield op een Franse geïndexeerde lening (OATei 2,25% juli 2020) waarvan de hoofdsom is gekoppeld aan de inflatie van de Eurozone. Deze rente is vervolgens vermenigvuldigd met de verwachte inflatie afgemeten aan de Euro inflatieswapmarkt, waarbij gecorrigeerd is voor looptijd. Deze benadering voor de nominale rente is vergeleken met de feitelijke nominale yield op Franse staatsobligaties met een vergelijkbare looptijd. Analooq aan de bevindingen van het Amerikaanse onderzoek blijkt ook in Europa een liquiditeitspremie te bestaan voor nominale staatsleningen. Gemiddeld kwam

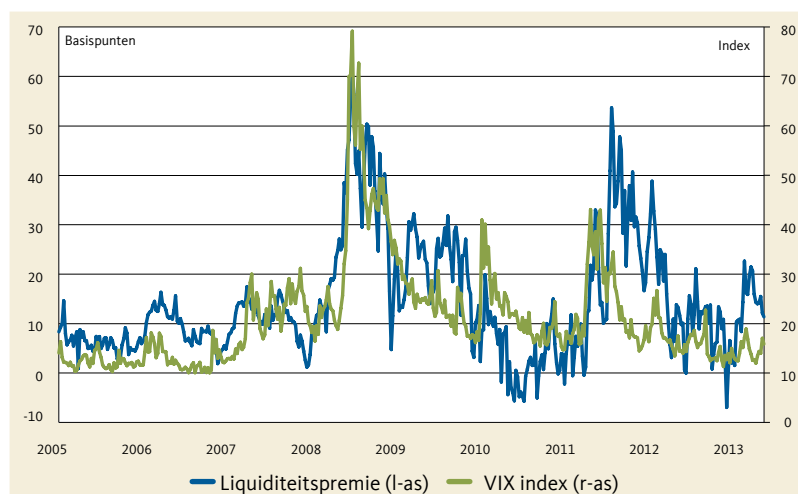
over de periode 2005–mid 2013 de synthetische nominale rente 14 basispunten hoger uit dan de feitelijke rente op nominale staatsleningen. Zoals figuur 5 laat zien neemt deze ook deze liquiditeitspremie – zoals verwacht mag worden – toe ten tijde van crisis (hier afgemeten aan de VIX index). In 2008 en 2012 steeg de premie kortstondig tot grofweg 50 basispunten.

Vraag en aanbod van ‘veilige’ obligaties

Los van de vluchthavenfunctie voor staatsobligaties zoals Duitse Bunds, speelt de stortvloed aan regelgeving ook een rol bij de toegenomen vraag naar liquide beleggingen en de opgelopen liquiditeitspremies in recente jaren. Zo is voor Nederlandse pensioenfondsen, sinds de introductie van het Financieel Toetsingskader (FTK) in 2007, de prikkel toegenomen om het renterisico van de verplichtingen te hedgen door te beleggen in kredietwaardige staatsobligaties en renteswaps. Internationaal valt eenzelfde beweging te verwachten gezien de beoogde introductie van Solvency II wetgeving in 2015, die Europese verzekeraars ertoe zal dwingen om activa en passiva beter op elkaar aan te laten sluiten (lees, meer vastrentende waarden), de Liquidity Coverage Ratio (LCR, onderdeel van Basel III) welke voorschrijft dat banken vanaf 2015 voldoende liquiditeiten aanhouden om een 30-daagse liquiditeitschok op te kunnen vangen en de introductie van Central Clearing (EMIR) voor derivatentransacties in de loop van 2014 en alle onderpandverplichtingen die daarmee samenhangen.⁷

De aanbodzijde laat echter een tegengestelde trend zien. Hoewel westerse overheden sinds het omvallen van Lehman fors meer staatsschuld zijn gaan uitgeven, neemt de hoeveelheid staatsobligaties die door beleggers als zowel liquide als veilig wordt beschouwd af. Zo hadden in 2004 de vijf grootste staatsobligatiemarkten van de eurozone nog minimaal een AA rating van S&P: Italië (AA-), Frankrijk (AAA), Duitsland (AAA), Spanje (AAA)

Figuur 5 Liquiditeitspremie (nominale Franse staatslening versus Franse index-lening) ten opzichte van de VIX index

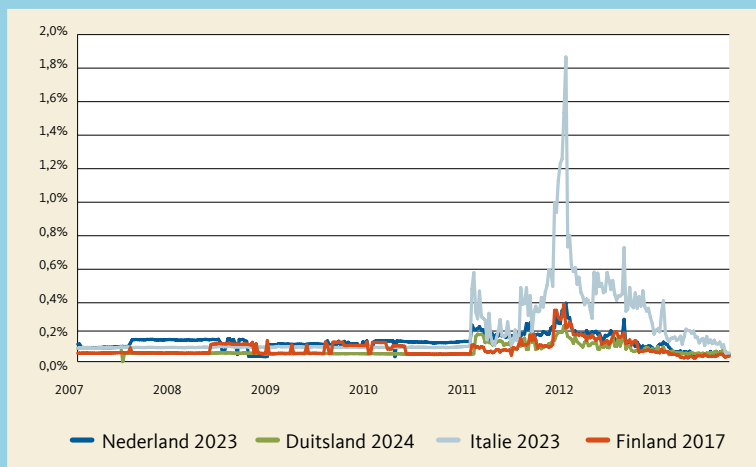


Bron: F&C, Bloomberg

Box: Transactiekosten

Bovenstaande invalshoeken proberen de prijs van liquiditeit te vangen, met andere woorden de liquiditeitspremie die beleggers eisen voor een obligatie van mindere liquiditeit. Aanverwant – maar niet identiek – is de mate van liquiditeit, dus de hoogte van transactiekosten. Ter illustratie is het historisch verloop van de bied-laag spreads (% van de biedprijs) van enkele Europese staatsobligaties weergegeven in figuur 6. Transactiekosten waren jarenlang zeer laag en stabiel: niet meer dan 0,1% voor de staatsleningen, ongeacht rating of volume. Met het uitbreken van de eurocrisis stegen de transactiekosten voor alle obligaties, zij het niet in dezelfde mate. Kredietwaardigheid

Figuur 6 Bied – laag spread (% biedprijs)



Bron: F&C, Bloomberg

lijkt de dominante factor te zijn bij de mate waarin de transactiekosten stegen. Zo nam de bied-laag spread van de Italiaanse staatslening het meeste toe. Omvang lijkt slechts een geringe rol te spelen, blijkt uit de geringe verschillen tussen bijvoorbeeld Duits en Fins staatspapier. Dit wijkt af van de observatie bij de analyse van de liquiditeitspremie, waar omvang juist wel een factor leek te zijn. Een ander verschil is dat liquiditeitspremies zowel stegen in de periode 2008-2009 als in 2011-2012 (zie nogmaals de figuren 4 en 5), terwijl de transactiekosten alleen in de laatste periode een stijging lieten zien. Dit illustreert dat de prijs van liquiditeit en de mate van liquiditeit – hoewel aanverwant – niet één en hetzelfde zijn.

en Nederland (AAA). Sinds 12 juli 2013 beschikken slechts Duitsland en Nederland (tezamen behelzen deze landen slechts circa 30% van de uitstaande obligaties van de top-5) nog over een AAA-rating, terwijl Frankrijk, Italië en Spanje zijn afgezakt tot respectievelijk AA+, BBB+ en BBB- (1 notch verwijderd van High Yield).

Samenvatting

De vraag naar liquide en veilige beleggingen is in recente jaren gestegen, zowel door onrust op de financiële markten als door regelgeving voor institutionele beleggers. Dit heeft zich geuit in een gestegen premie voor staatsleningen ten opzichte van aandelen en oplopende renteversillen tussen kernlanden en periferie landen. Ook binnen de kernlanden blijkt sprake van een liquiditeitspremie en wel op Duitse staatsobligaties, die de hoogste liquiditeit hebben, ten opzichte van Nederlandse en Franse overheidsobligaties. Dat is aan te tonen door renteversillen die niet volledig verklaard kunnen worden door verschillen in kredietwaardigheid. Tevens is een liquiditeitspremie waar te nemen op nominale Franse staatsleningen versus inflatiegeïndexeerde Franse staatsleningen.

Liquiditeit blijkt te maken te hebben met kredietwaardigheid, de omvang van leningen en risicoaversie. De liquiditeitspremie is echter niet vast te stellen per obligatie. Daarvoor worden obligatierentes door te veel factoren tegelijk beïnvloed, waarvan het effect niet afzonderlijk waarneembaar is. Ook varieert de liquiditeitspremie in de tijd in lijn met onder andere de mate van risicoaversie. Tevens is de premie relatief. Anders gezegd, het gaat om het verschil in prijs tussen twee obligaties waardoor het referentiepunt ook van belang is.

Nu de onzekerheid op de financiële markten lijkt af te nemen, zullen ook de eerdere genoemde liquiditeitspremies waarschijnlijk wat afnemen. Op de lange termijn echter zal een premie voor zeer kredietwaardig papier blijven bestaan. Het argument hiervoor is de toenemende behoefte aan veilige en liquide activa door regelgeving, in combinatie met toenemende overheidstekorten en daarmee een afnemende kredietwaardigheid van menig westerse overheid. ■

Referenties

- F.J. Fabozzi en S.V. Mann, "Introduction to fixed income analytics", 2010.
- J.H.E. Christensen, J.A. Lopez en G.D. Rudebusch, "Inflation Expectations and Risk Premiums in an Arbitrage-Free Model of Nominal and Real Bond Yields", Federal Reserve Bank of San Francisco, januari 2010.
- M. Fleckenstein, F. Longstaff en H. Lustig, "Why does the Treasury issue TIPS? The TIPS-Treasury Bond Puzzle", NBER Working Paper, 2010.

Noten

- 1 Jitzes Noorman is deligated CIO van F&C Netherlands. De auteur bedankt Ernst Hagen en Hans Fortuyn voor hun commentaar.
- 2 Tot kernlanden in het "investment grade" universum worden in ieder geval gerekend Duitsland, Nederland en Finland. Periferie zijn Spanje, Italië, Ierland en Malta. Grensgevallen zijn België, Frankrijk en Oostenrijk.
- 3 Zuiver gesproken is sprake van een liquiditeitspremie indien beleggers bereid zijn extra te betalen voor zeer liquide assets, terwijl sprake is van een illiquiditeitspremie als een obligatie een extra yield betaalt om te compenseren voor illiquiditeit. Academische (Engelstalige) literatuur spreekt doorgaans louter van een "liquidity premium". In dit artikel zal eveneens alleen de term

liquiditeitspremie worden gehanteerd, mede omdat dit de leesbaarheid ten goede komt.

- 4 De generieke reeks is opgebouwd uit de meest recent uitgegeven obligaties.
- 5 Af en toe is sprake van een negatieve premie; Frans (of Italiaans) papier zou dan meer liquide zijn dan Duits papier. Dit kan echter ook worden toegeschreven aan marktsegmentatie tussen de fysieke obligatiemarkt en de synthetische CDS markt. Niet elke belegger heeft een mandaat om in beide markten te opereren. Andere factoren die een rol spelen bij de prijsvorming van CDS transacties zijn tegenpartijrisico en de kwaliteit van het onderpand. Dit alles veroorzaakt 'ruis'.
- 6 $(1 + \text{Reële rente}) \times (1 + \text{Inflatieswap}) = (1 + \text{Nominale rente})$.
- 7 Voor meer detail over regelgeving wordt verwezen naar het VBA Journaal najaar 2012.

Interview Anne-Marie Munnik

Auteur
Ronald Kok

Sinds 1 juli dit jaar is Anne-Marie Munnik directeur van de VBA, en volgt Fred Huibers op die relatief kort het VBA-schip bestuurde. Anne-Marie was eerder in dienst bij MN als hoofd Investment Research. Tevens was Anne-Marie beleggingsanalist en strateeg bij diverse banken. Anne-Marie kent de VBA organisatie goed; ze was tussen 2002 en 2008 ook al bestuurslid.

Verdere professionalisering

De laatste jaren zijn grote slagen gemaakt met de interne organisatie. Leden vragen en krijgen een kwalitatief goed aanbod aan bijeenkomsten en permanente educatie, en commissies worden hierbij zoveel mogelijk ondersteund. Tevens is er met veel succes gewerkt aan ledengroei. Hiermee is een goede basis gelegd voor de volgende fase in de professionaliseringsslag van de VBA, waar Anne-Marie graag mee aan de slag gaat. Een van de belangrijkste uitdagingen en kansen ligt op het gebied van de veranderende verwachtingen en toenemende eisen die de maatschappij en klanten aan een beleggingsprofessional stellen. Up-to-date vakinhoudelijke kennis, integriteit en ook competenties om een klant goed te kunnen ondersteunen in haar doelstelling zijn belangrijke pijlers om het vertrouwen in de sector te herstellen. Uitbreiding en verbreding van het aanbod aan permanente educatie is dan ook een belangrijke pijler in de verdere professionalisering van de VBA. *“Dat de klant en maatschappij ook steeds vaker ‘bewijs’ wil zien van de kennis en kunde van de beleggingsprofessional is ook een vraagstuk waar we ons samen met het bestuur over gaan buigen”,* geeft Anne-Marie aan.

Een andere belangrijke uitdaging is hoe met de inhoudelijke expertise van de VBA, gedreven door de commissies, meer richting te geven aan de ontwikkelingen in de beleggingssector in Nederland. Daartoe moet de VBA zichtbaarder worden in de media en meer ‘footprint’ verkrijgen bij de diverse financiële stakeholders. *“De kwaliteit van de VBA als beroepsvereniging van beleggingsprofessionals wordt zeker al erkend door toezichthouders en andere marktpartijen. We kunnen hier echter meer mee doen”,* merkt Anne-Marie op. Vanuit de inhoud gaan we bijvoorbeeld kijken hoe we kunnen bijdragen aan de debatten rondom gelijkshakeling van belangen, van een beheerder of adviseur met zijn klant. Waar kan de beloningsstructuur beter, waar kan transparantie rondom kosten beter, hoe kunnen we met ‘best practices’ zo goed mogelijk invulling geven aan het klantbelang. Dat zijn dossiers waar Anne-Marie samen met commissies en het bestuur graag mee aan de slag wil.

Kruisbestuiving

Een professionele vereniging waarin veel kruisbestuiving tussen leden plaats heeft is ook een van Anne-Marie’s doelstellingen. Waar nog meer kruisbestuiving kan plaatshebben is tussen ‘jong’ en ‘oud’. *“Het afgelopen jaar zijn er relatief veel jongeren lid geworden van de VBA, een*

ontwikkeling waar we erg blij mee zijn”, zegt Anne-Marie.

De nieuwe lichter van professionals die recent de VU-VBA opleiding hebben gedaan beschikken over up-to-date kennis, waar we als vereniging van kunnen profiteren. Voor de jongeren kan de ervaring en het netwerk van de leden die al langer in het vak zitten weer heel nuttig zijn. Anne-Marie gaat dan ook samen met de Jong VBA werkgroep kijken hoe kruisbestuiving verder te bereiken, bijvoorbeeld middels een mentoraat (coach-coachee) en jonge VBA’ers uit te nodigen en te stimuleren voor actieve deelname aan commissies.

Kruisbestuiving tussen commissies vindt ook steeds meer plaats. Bijvoorbeeld door commissies die samen een congres organiseren. *“We willen de komende tijd samen met de commissies kijken waar ze elkaar nog meer op actuele thema’s kunnen vinden; iets waar het bestuur ook behoefte aan heeft bij het realiseren van concrete output. Een wisselwerking dus waarin we van (mee)denken ook naar meer ‘doen’ willen opschuiven”,* geeft Anne-Marie aan. ■



Anne-Marie Munnik

Mijn agenda

Donderdag

- Bijwonen vergadering Commissie Ethiek & Integriteit. De tijd is rijp voor een dag voor de ethiek, en de commissie wil hier de schouders onder zetten
- Kennismaking met DSI directeur Jerry Brouwer en VV&A directeur Mea Hiskes-Willemsse. Veel VBA leden hebben ook een DSI registratie. Goed om hier de banden mee aan te halen en kijken welke dossiers gezamenlijk kunnen worden opgepakt.

Vrijdagochtend

- Curatorium vergadering voor permanente educatie. Goede inhoudelijke discussie en programma invulling. PE gaat steeds belangrijker worden voor de beleggingsprofessional; een van de onderwerpen tijdens de strategiesessie met het bestuur op welke manier dit doorontwikkeld kan worden.

Maandag: Voorbereiden strategiesessie met Alfred Slager, voorzitter VBA. Teveel onderwerpen in een te korte tijd; we moeten keuzes maken.

Dinsdag

- overleg met de Hikmet Sevdican, penningmeester, over de jaarbegroting. Als er ergens een begroting wel tot in de punten in orde moet is het wel bij de VBA.
- Kennismaking met Hans Volberda, voorzitter Commissie Private Banking. Een van de speerpunten van de commissie is zichtbaar bijdragen aan vertrouwen. We bespreken mogelijkheden om dat concreet vorm te geven.
- Kennismaking Jeroen Breen, directeur AG-AI. Mooie organisatie, gedreven gesprek, ondermeer over wat we samen zouden kunnen doen bij permanente educatie en de initiatieven voor jongere leden.

Woensdag: Strategiesessie met het bestuur. Wat zien we op ons afkomen, wat vinden de leden belangrijk en waar gaan we het komende jaar sterker op inzetten? Een volle agenda.