



De lange rente kan verder oplopen

De kapitaalmarktrente is sinds begin dit jaar met ruim 0,8 procentpunt opgelopen, maar nog altijd laag. Dit roept bij nogal wat mensen de vraag op of de opwaartse trend zal doorzetten.

De ontwikkeling van de kapitaalmarktrente is bepalend voor het rendement dat beleggers maken op hun portefeuilles. Ook de minister van Financiën zal de rente-ontwikkeling met meer dan gemiddelde belangstelling volgen: de rentelasten bedragen nog steeds ongeveer zes procent van de Rijksbegroting, en een stijging van de kapitaalmarktrente met één procentpunt scheelt hem op de lange duur ongeveer drie miljard euro op jaarbasis. En ook presidenten van centrale banken zijn sterk geïnteresseerd in de kapitaalmarktrente. Weliswaar zijn zij in staat de geldmarktrente te sturen, maar de doorwerking van het monetaire beleid vindt grotendeels plaats via de kapitaalmarktrente, die op korte termijn slechts in beperkte mate beïnvloedbaar is. Veel burgers houden zich wellicht niet dagelijks met de kapitaalmarktrente bezig, maar ook zij ontkomen niet aan het feit dat rente-ontwikkelingen hun weerslag hebben op de waarde van hun huis, de mate waarin het bedrijf waar ze werken floreert en op de kans dat ze straks een toereikend pensioen zullen hebben.

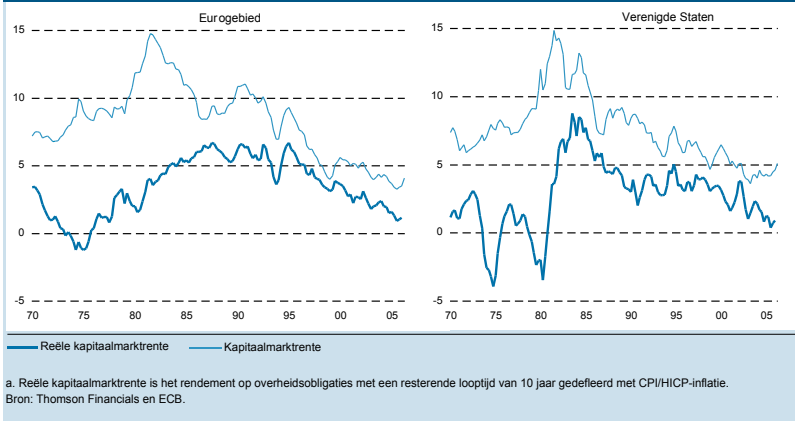
Ontwikkeling en achtergronden
Eén blik op figuur 1 maakt duidelijk dat de nominale

kapitaalmarktrente in historisch opzicht erg laag is. Sinds de jaren zestig is de rente niet zo laag geweest en dat geldt zowel voor het eurogebied als voor de Verenigde Staten. De nominale rente bestaat deels uit een vergoeding voor de verwachte inflatie. Voor veel economische beslissingen is echter de inflatiegecorrigeerde rente bepalend, dat is de zogeheten reële rente. Een praktisch probleem is dat inflatieverwachtingen niet zo gemakkelijk meetbaar zijn. Een eenvoudige methode om de reële rente te bepalen is door de actuele inflatie te gebruiken als maatstaf voor de inflatieverwachtingen en deze in mindering te brengen op de nominale rentestand. Deze benadering suggereert dat de huidige reële rente weliswaar laag is, maar niet zonder precedent: eenzelfde renteniveau deed zich ongeveer 25 jaar geleden ook voor. In de Verenigde Staten is de op deze manier berekende reële rente in die tijd zelfs flink negatief geweest. Enquêtes naar inflatieverwachtingen en meer geavanceerde maatstaven die de inflatieverwachtingen afleiden uit de koersontwikkeling van een bepaald type obligaties (*index-linked bonds*) bevestigen het beeld dat de reële rente momenteel bijzonder laag is. Dat de kapitaalmarktrente juist in 2005 een dieptepunt bereikte, is opvallend, gezien de robuuste mondiale economische groei. De wereldhandel steeg vorig jaar uitzonderlijk sterk met 7,4 procent. In een dergelijke omgeving zou men een hoge rente verwachten. Niet alleen zullen investeringen in zo'n klimaat

**PAUL CAVELAARS EN
CEES ULLERSMA**
De auteurs zijn werkzaam bij DNB, afdeling monetair beleid

figuur 1

Nominale en reële kapitaalmarktrente^a
Procenten, kwartaal gemiddelden



goed renderen, zodat ondernemers bereid (en in staat) zijn om een hogere rente te betalen. Ook zullen consumenten een relatief hoog rendement eisen voor het uitstellen van consumptie. Als de economie zich gunstig ontwikkelt en het verwachte toekomstige inkomen toeneemt, voorspelt de permanente-inkomstheorie dat consumenten vooruit willen lopen op het toekomstige inkomen door nu al een deel daarvan uit te geven. Sparen past niet in dit plaatje, tenzij hier een hoog rendement tegenover staat.

Een andere manier om naar de lange rente te kijken, is door die te beschouwen als de verdisconteerde som van korte rentes. Financiële marktpartijen hebben immers steeds de keuze tussen een obligatie met een lange looptijd (van bijvoorbeeld tien jaar) en het gedurende die periode steeds voor korte tijd vastzetten van een som geld. Afgezien van een risicopremie die samenhangt met de onzekerheid over het toekomstige beloop van de korte rente, zou men een sterke samenhang verwachten tussen de korte en de lange rente. Van restrictiever monetair beleid – in de Verenigde Staten sinds 2004 en meer recent ook in het eurogebied, het Verenigd Koninkrijk en Japan – is echter tot op heden slechts een beperkte opwaartse invloed op de lange rente uitgegaan.

Verklaringen voor lage rente

Voor het zeer lage niveau van de kapitaalmarktrente zijn de afgelopen tijd diverse verklaringen naar voren gebracht. Bij de bespreking van deze verklaringen haken we aan bij het feit dat de lange rente bestaat uit drie componenten, te weten de verwachte inflatie, de reële rente en de risicopremie.

Uitgaande van een nieuw-Keynesiaanse Phillipscurve, die de actuele inflatie relateert aan de *outputgap*, de inflatie in het verleden en de verwachte inflatie, worden de inflatieverwachtingen gedrukt doordat de feitelijke inflatie al geruime tijd laag ligt. Momenteel heeft de globalisering een dempend effect op de inflatie via de invoerprijzen. Dit wordt vooral veroorzaakt door een verschuiving naar invoer uit landen met lage producentenprijzen. Het klassieke voorbeeld is Chinese kleding. In toenemende mate zijn China en andere opkomende Aziatische economieën echter in staat om ook auto's en andere technisch ingewikkelder producten te maken en in het Westen af te zetten. Die producten hebben een steeds betere kwaliteit en zijn verkrijgbaar tegen zeer concurrerende prijzen.

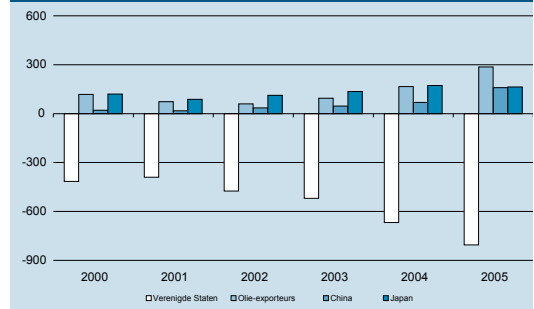
Tegenover de trendmatige daling van de prijs van industriële goederen staat dat de met globalisering gepaard gaande sterke economische groei in Aziatische landen tot een forse stijging van de grondstoffenprijzen heeft geleid. Dat ook dit zijn doorwerking heeft in de westerse economieën, weet iedereen die wel eens tankt. Anders dan de stijging van de olieprijs in de jaren zeventig blijft de inflatiestijging tot nog toe echter zeer beperkt. De monetaire autoriteiten hebben geleerd van de fouten die in de jaren zeventig zijn gemaakt. Toen werd de inflatiestijging te lang op haar beloop gelaten, nu zitten centrale banken veel meer op het vinkentouw om zo nodig naar het rentewapen te grijpen.

'Savings glut' of 'investment strike'?

De economische theorie leert dat de reële rente besparingen en investeringen in

figuur 2

Mondiale onevenwichtigheden
Miljarden USD



Bron: IMF

evenwicht brengt. De lage reële rente doet dan ook vermoeden dat er iets aan de hand is met één van beide grootheden. Vorig jaar, toen Ben Bernanke nog geen president was van de Federal Reserve, heeft hij erop gewezen dat er een netto kapitaalstroom optreedt van de arme naar de rijke landen. Dat is opmerkelijk. Volgens Bernanke is dit niet zozeer toe te schrijven aan het tekort op de Amerikaanse betalingsbalans, maar aan het feit dat mensen in opkomende economieën meer zijn gaan sparen. De verklaring hiervoor zou zijn dat de inkomensstijging in bijvoorbeeld China niet gepaard gaat met de ontwikkeling van een stelsel van sociale zekerheid. Doordat mensen nauwelijks verzekerd zijn voor ziektekosten en werkloosheid, zijn ze eerder geneigd zelf een spaarpotje voor onvoorziene omstandigheden aan te houden. Dit spaargeld vindt slechts in beperkte mate zijn weg naar binnenlandse ondernemers omdat de meeste opkomende economieën een nauwelijks ontwikkeld financieel systeem kennen. In plaats daarvan worden er buitenlandse waardepapieren voor gekocht. Deze verklaring voor het lage renteniveau wordt door Bernanke aangeduid als een *'savings glut'*, een stuwmeer van spaargeld. Overigens komt het Aziatische spaaroverschot niet alleen voort uit de hoge spaargeneigdheid en het gebrek aan een goed ontwikkeld financieel systeem. Ook het overheidsbeleid draagt hieraan bij. De desbetreffende landen voeren een exportgeleide groeistrategie en koppelen daarom hun valuta's aan de dollar. Sommige economen gaan zover om de huidige situatie te vergelijken met de jaren vijftig en zestig, toen de meeste Europese landen een vaste koppeling aan de Amerikaanse dollar kenden, het zogeheten Bretton Woods-stelsel (Dooley et al., 2003; Dooley et al., 2005). Een dergelijke dollarkoppeling is voor de opkomende Aziatische economieën alleen mogelijk door bij voortduring Amerikaanse staatsobligaties aan te kopen en een expansief monetair beleid te voeren. Sinds de stijging van de olieprijs hebben de Aziatische landen gezelschap gekregen van de olieproducerende landen, die in toenemende mate spaaroverschotten hebben (zie figuur 2). De olie-inkomsten leiden tot opwaartse druk op hun valuta's, die wordt tegengegaan door Amerikaanse

obligaties te kopen.

De dollaraankopen door olieproducerende landen zijn overigens niet goed in de officiële statistieken terug te vinden. Omdat veel van deze landen in de Verenigde Staten als verdacht worden aangemerkt, gebruiken ze voor hun beleggingen vaak intermediairs die in andere landen gevestigd zijn. De zeer omvangrijke aankopen leiden hoe dan ook tot hogere obligatiekoersen en hebben daarmee een drukkend effect op de Amerikaanse kapitaalmarktrente. Schattingen van het neerwaartse effect op de lange rente door de vraag naar Amerikaanse obligaties vanuit Azië en de olieproducerende landen lopen uiteen van nul tot anderhalf procentpunt.

De gegevens over besparingen en investeringen in de opkomende economieën zijn niet zo betrouwbaar en worden geregeld herzien. Nieuwe IMF-cijfers laten zien dat er geen wereldwijde stijging van de spaarquote is opgetreden, maar wel een wereldwijde daling van de investeringsgeneigdheid. Dit suggereert dat niet zo zeer sprake is van een 'savings glut', als wel van een 'investment strike', een investeerdersstaking (Moëc & Frey, 2006). Wie de cijfers nader bekijkt, valt op dat de daling van de investeringsquote zich voornamelijk in Azië heeft voorgedaan, waarbij de grootste daling rond 1997 plaatsvond. Deze daling is vermoedelijk een reactie geweest op de overinvesteringen die optraden in de aanloop naar de Aziëcrisis in dat jaar. Elders in de wereld heeft de omslag wat later plaatsgevonden, namelijk na de ICT-bubble op de financiële markten aan het einde van de jaren negentig. Bedrijven zijn daarna wereldwijd netto spaarders geworden, wat een vrij ongebruikelijk beeld is.

Een laatste mogelijke verklaring voor een hoge spaargeneigdheid – en daarmee voor een lage reële rente – vinden we niet in Azië, maar dichterbij huis. Het betreft hier niet het gele, maar het grijze gevaar. Of de komende vergrijzing van de bevolking in de huidige fase tot een hogere spaargeneigdheid leidt, is niet geheel zeker, maar het lijkt wel waarschijnlijk. Eén mogelijke verklaring hiervoor vloeit voort uit de levenscyclushypothese. Deze stelt dat mensen gedurende hun werkzame leven sparen, om tijdens hun pensioen te ontsparen. Toegepast op de gehele bevolking zou dit betekenen dat de spaargeneigdheid momenteel hoger zou liggen dan over enkele decennia, wanneer de vergrijzing haar piek bereikt. De geldigheid van deze hypothese is evenwel omstreden omdat het empirische bewijs dun is (Poterba, 1998). Bovendien is de vergrijzing een geleidelijk proces, dat naar verwachting ook slechts een geleidelijk effect zal hebben op de kapitaalmarktrente. Minder geleidelijk – en hiermee samenhangend – is dat nieuwe regels pensioenfondsen verplichten om de looptijd van hun beleggingen beter te laten aansluiten bij de (langlopende) verplichtingen. De vereiste 'matching' van looptijden heeft tot gevolg dat de vraag naar obligaties met een lange looptijd sterk is toegenomen, hetgeen een drukkend effect op de (reële) kapitaalmarktrente heeft.

Lage risicopremie door 'search for yield'

Na de bespreking van de inflatieverwachtingen en de reële rente komen we toe aan de derde component van de (nominale) kapitaalmarktrente: de risicopremie. Deze premie heeft betrekking op alle mogelijke risico's, waaronder de onzekerheid over inflatie en het kredietrisico (dat wil zeggen: de kans dat de debiteur zijn geld niet terugbetaalt). De omvang van de risicopremie zegt iets over de risicohouding van beleggers. Ondanks een lichte stijging sinds mei bevindt de risico-opslag in de rente zich momenteel op een zeer laag niveau. Dit kan deels worden verklaard door de inschatting van beleggers dat de risico's beperkt zijn, bijvoorbeeld doordat het inflatierisico kleiner is dan vroeger, of doordat het kredietrisico is afgenomen als gevolg van een gunstige economische ontwikkeling dan wel door een betere 'monitoring' van debiteuren. Of die inschatting gerechtvaardigd is, zal de tijd leren. Daarnaast hangt de lage risicopremie vermoedelijk ook samen met de zeer grote omvang van de mondiale liquiditeiten. Anders gezegd, beleggers zitten op een berg geld en zijn naarstig op zoek naar beleggingsmogelijkheden. Om toch nog een wat hoger rendement te maken, zijn ze sneller dan anders geneigd om wat extra (krediet-)risico te accepteren. Deze 'search for yield' is een verklaring die in financiële markten populair is en in een recente toespraak van Mervyn King, de governor van de Bank of England, sterk

werd benadrukt (King, 2006). De mondiale liquiditeiten zijn sterk toegenomen door het stimulerende monetaire beleid van de leidende centrale banken (de Federal Reserve, de ECB en de Bank of Japan) en de eerder genoemde dollarkoppeling van veel opkomende economieën, die het stimulerende beleid importeren en de effecten ervan versterken door de aankoop van Amerikaanse schuldtitels. Dit illustreert overigens direct dat de genoemde verklaringen onderling met elkaar verband houden en zelfs niet altijd volledig te scheiden zijn.

Toekomstperspectief

Sommigen menen dat het renteniveau genormaliseerd is na een periode met uitzonderlijk hoge rentes (Van Ewijk & Tang, 2006). Gezien de geanalyseerde factoren mag de recente stijging van de lange rente volgens ons echter nauwelijks verbazen. De kans is groot dat de kapitaalmarktrente verder zal oplopen. Allereerst kan internationaal de opwaartse druk op de inflatie toenemen door de schaarste aan grondstoffen, die centrale banken zullen bestrijden met een verhoging van de korte rente en die verder zal leiden tot een hogere lange rente. Ook zullen veel factoren die tijdelijk de reële rente hebben gedrukt geleidelijk wegebben. Het Aziatische financiële stelsel lukt het bijvoorbeeld steeds beter om besparingen naar rendabele binnenlandse investeringsprojecten te leiden. Ten slotte is er een duidelijke kans dat de risicopremies zullen stijgen, omdat ze een erg optimistische inschatting van de risico's weergeven. Met het huidige niveau zijn lagere risicopremies sowieso nauwelijks voorstelbaar. Als de lange rente verder stijgt, zijn er winnaars, zoals pensioenfondsen die hun rendementen zien stijgen, en verliezers, zoals huizenbezitters die de waarde van hun vermogen zien dalen. Een economie is evenwel gebaat bij een evenwichtig niveau van de kapitaalmarktrente. In een stabiele macro-economische omgeving met goed functionerende markten zijn de inflatieverwachtingen laag en stabiel en bieden de risicopremies een adequate compensatie voor de risico's. Wanneer het op langere termijn houdbare niveau van de lange reële rente hoger uitvalt, weerspiegelt dat een hoger niveau van houdbare reële groei. Dat is een teken van economische kracht.

LITERATUUR

- Dooley, M.P., D. Folkers-Landau & P. Garber (2003) *An essay on a revived Bretton Woods System*. Amsterdam: Deutsche Bank, Global Market Research.
- Dooley, M.P., D. Folkers-Landau & P. Garber (2005) *Living with Bretton Woods II*. Amsterdam: Deutsche Bank, Global Market Research.
- Ewijk, C. van & P. Tang (2006) Meer oog voor de toekomst: een lagere discontovoet. *ESB*, nr. 4485, 205-207.
- King, M. (2006) Speech at a dinner for Kent Business Contacts, Ashford, 16 januari 2006.
- Moëc, G. & L. Frey (2006) *Global imbalances, saving glut and investment strike*. Banque de France Occasional Paper no. 1. Parijs: Banque de France.
- Poterba, J.M. (1998) *Population age structure and asset returns: an empirical investigation*. NBER Working Paper no. 6774. New York: National Bureau of Economic Research.