

## Een recessie in Europa?

### Auteur(s):

Mollerus, A.C.

*De auteur is werkzaam bij ABN-AMRO. Met dank aan Arjan Meulenbroek.*

### Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4285, pagina 1008, 8 december 2000

### Rubriek:

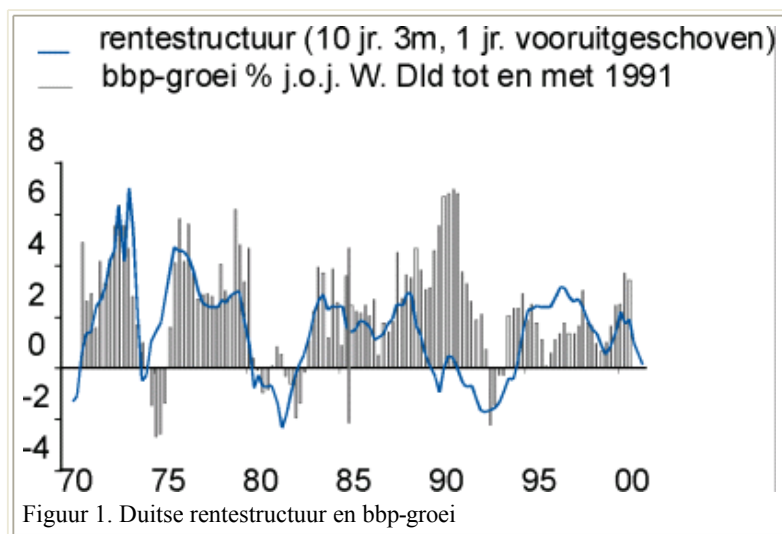
Monitor

### Trefwoord(en):

rentestructuur

*De rentecurve in de eurozone is vrijwel vlak. Duidt dit op een recessie in Europa? Of is de rentestructuur geen goede voorspeller meer?*

De rentestructuur in de eurozone (gedefinieerd als het verschil tussen de gemiddelde tienjaarsrente op staatsobligaties in de eurozone en de driemaands geldmarktrente) is gedaald van 230 basispunten in januari tot tien basispunten begin december. De Duitse rentestructuur is inmiddels zelfs omgekeerd (zie [figuur 1](#)). In het verleden was een vervlakking of omkering van de rentestructuur een voorbode van een sterke groeivertraging of zelfs een recessie. De vraag is dan ook of we aan de vooravond staan van een recessie in Europa of dat er redenen zijn om aan te nemen dat de voorspelkracht van de termijnstructuur is veranderd.



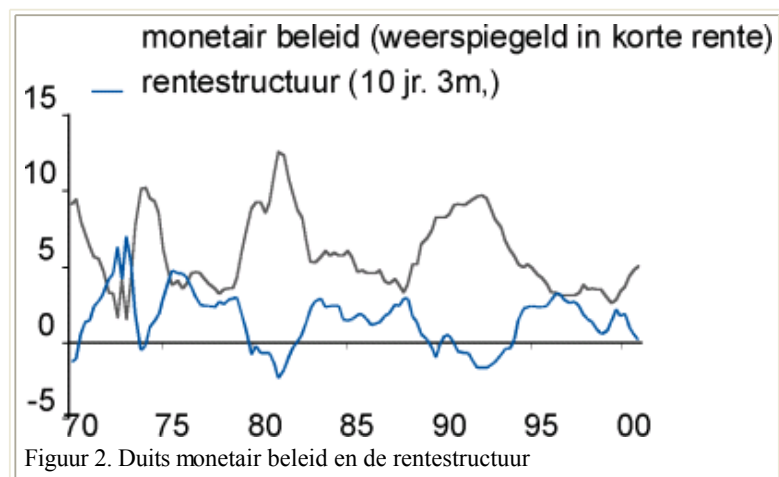
### De termijnstructuur als voorspeller

De helling van de rentestructuur wordt vaak gebruikt als voorlopende indicator voor de groei van het bbp. Dit hangt samen met het verband tussen het monetaire beleid (weerspiegeld in de korte rente) en de conjunctuurcyclus. Als de inflatoire druk toeneemt als gevolg van hogere economische groei, zullen de monetaire autoriteiten de rente verhogen waardoor het lenen voor bestedingen en het doen van investeringen duurder wordt. Aangezien een monetaire verkrapping in het algemeen van tijdelijke aard is, zullen de marktpartijen de verwachting van de toekomstige korte rente lager inschatten dan het actuele niveau van de korte rente. Dit heeft tot gevolg dat de stijging van de lange rente geringer is dan de stijging van de korte rente, wat uiteindelijk kan leiden tot een rentestructuur waarbij de lange rente onder de korte rente ligt. Zo'n rentestructuur wordt een omgekeerde rentestructuur genoemd. De rentestructuur vertoont doorgaans een opwaarts verloop. Met andere woorden: de tarieven zijn meestal hoger naarmate de looptijd langer is. Dit kan worden verklaard door een premie omdat beleggers op lange termijn gecompenseerd willen worden voor inflatie- en overige risico's zoals wanbetaling.

In de eerste figuur is het verband weergegeven tussen de rentestructuur en de conjunctuurcyclus in Duitsland. Het laat zien dat elke recessie is voorafgegaan door een vervlakking van de rentestructuur. Omgekeerd is ook op elke negatieve rentestructuur een recessie gevolgd, behalve in 1990-91. De breuk in de relatie in 1990-1991 kan worden verklaard door de Duitse eenwording. Zoals uit de tweede figuur blijkt, leidt een stijging van de korte rente normaal gesproken tot een vlakke of omgekeerde rentestructuur en uiteindelijk tot lagere groei. In 1990-91 was de vraagschok echter zo groot dat het langer duurde voordat de recessie begon.

De meeste theoretische en empirische studies bevestigen het informatieve gehalte van de rentestructuur voor toekomstige economische groei <sup>1</sup>. Ofschoon het informatieve gehalte het sterkst is in Duitsland, geldt het ook voor de meeste andere Europese landen <sup>2</sup>. Al met al blijkt de rentestructuur een goede voorspeller van de conjunctuur te zijn, met name voor de jaren zeventig en tachtig. Betekent dit dat we

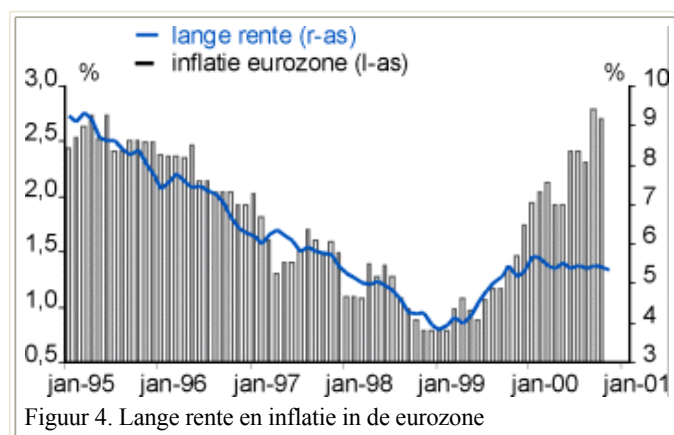
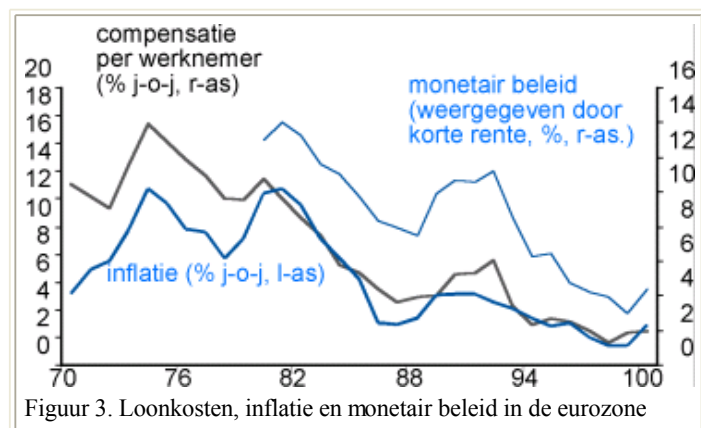
aan de vooravond van een recessie staan, gegeven de vrijwel vlakke rentestructuur in de eurozone en de negatieve rentestructuur in Duitsland? (zie [figuur 2](#))



### Verminderde voorspel-kracht rentestructuur?

Hoewel bovenstaande bevindingen een sterke aanwijzing vormen voor de rentestructuur als voorlopende indicator voor toekomstige groei, zijn er redenen om aan te nemen dat de voorspelkracht misschien is verminderd.

Ten eerste is denkbaar dat de correlatie tussen groei en inflatie in de nieuwe economie minder sterk is dan in het verleden en ligt de verwachte inflatie tegenwoordig op een gemiddeld lager niveau. De meeste recessies in de afgelopen dertig jaar volgden op periodes dat de centrale banken de opgelopen inflatie probeerden te bestrijden. De inflatie in de eurozone is in de afgelopen decennia echter sterk gedaald, van gemiddeld 6,6 procent in de jaren zeventig en tachtig tot gemiddeld 2,6 procent in de jaren negentig (zie [figuur 3](#)). Dit is mede te danken aan het toegenomen besef bij vakbonden, overheden en centrale banken dat lage inflatie een gunstige voorwaarde is voor zowel werkgelegenheids- als economische groei. Lagere inflatieverwachtingen zijn ook van invloed op de rentestructuur. Een sterke anti-inflatoire reputatie helpt bij het verminderen van de onzekerheid in de obligatiemarkt over de inflatievooruitzichten. Eén en ander heeft een vlakker rentestructuur tot gevolg. Het is redelijk om aan te nemen dat de inflatie in de eurozone relatief gematigd zal blijven, al is het alleen al vanwege het duidelijke mandaat van de ECB om de inflatie op middellange termijn beneden de twee procent te houden. Het lijkt alsof dit mandaat al geloofwaardigheid biedt aan de ecb aangezien de lange rente in het afgelopen jaar vrijwel gelijk is gebleven en recentelijk zelfs is gedaald ondanks de forse stijging van de inflatie (zie [figuur 4](#)). De obligatiemarkten lijken een positieve kijk te hebben op de inflatievooruitzichten op de middellange termijn. Als de correlatie tussen groei en inflatie is verminderd, en de middellangetermijn-inflatievooruitzichten zijn veranderd, dan zou dat kunnen betekenen dat ook de voorspelkracht van de rentestructuur is verminderd en dat de huidige vervlaking van de rentestructuur niet noodzakelijkerwijs een voorbode is van een recessie.

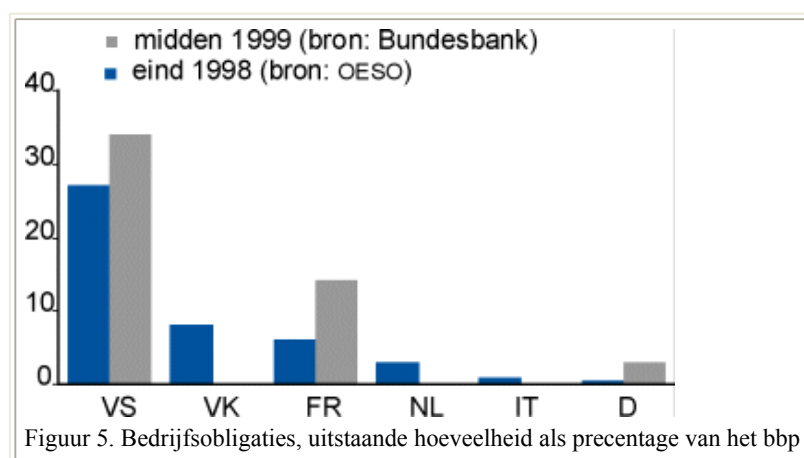


## Minder staatsobligaties, lagere rente

Ten tweede leiden lagere begrotingstekorten tot afnemende vraag naar kapitaal door de overheid en dit zal *ceteris paribus* leiden tot een lagere rente. Het begrotingstekort in de eurozone is gedaald van gemiddeld 4,5 procent in de jaren tachtig en begin jaren negentig tot 1,3 procent in 1999. Deze trend zal zich naar verwachting in de komende jaren voortzetten omdat de landen van de eurozone in het Stabiliteits- en Groeipact hebben afgesproken hun nationale begroting naar een evenwichtssituatie of overschot te brengen. De overheid hoeft bij een begrotingsevenwicht of -overschot in principe geen geld meer bij te lenen. De meeste landen hebben echter nog wel een hoge schuldenlast en zolang er nog een tekort is neemt de omvang van de staatsschuld toe en daarmee de uitgifte van obligaties. Dit jaar hebben de meeste landen in de eurozone waarschijnlijk tijdelijk een positieve begroting dankzij de eenmalige inkomsten van de UMTS-licenties, wat mede als verklaring kan dienen voor de daling van de obligatierente in de afgelopen maanden. Verder heeft de daling van de lange rente in de VS, onder meer als gevolg van het grote begrotingsoverschot aldaar, een neerwaartse druk uitgeoefend op de lange rente in Europa. De renteontwikkeling in de VS is nog steeds van grote invloed op de renteontwikkeling in Europa.

## Meer bedrijfsobligaties

Ten derde vindt er een verschuiving plaats in de financieringswijze van bedrijven, van bankkrediet naar de kapitaal- en aandelenmarkt, wat van invloed kan zijn op de voorspelkracht van de rentestructuur. Terwijl het aanbod van overheidsobligaties daalt, neemt het aanbod van bedrijfsobligaties toe. Dit heeft onder meer tot gevolg dat het verschil tussen de rente op overheidsobligaties en bedrijfsobligaties stijgt. Recentelijk is het verschil met name sterk opgelopen vanwege de toegenomen zorg over het kredietrisico in de telecommunicatiesector. De helling van de rentecurve, gebaseerd op bedrijfsobligaties, is steiler dan de helling van de traditionele rentecurve, gebaseerd op overheidsobligaties. Ofschoon de markt voor bedrijfsobligaties nog relatief klein is in Europa (zie [figuur 5](#)), is deze in 1999 en 2000 spectaculair gegroeid. In de toekomst is de rentecurve gebaseerd op bedrijfsobligaties daarom wellicht een betere voorspeller van de conjunctuur dan de traditionele rentecurve.



## Rentecurve van bedrijfsobligaties betere voorspeller

Omdat de VS al sinds 1998 een begrotingsoverschot heeft en de markt voor bedrijfsobligaties al relatief sterk ontwikkeld is, kan de private rentecurve in de VS (gedefinieerd als het verschil tussen de rente op bedrijfsobligaties en driemaands bedrijfspapier) als voorbeeld dienen. In figuur 6 is te zien dat zowel de traditionele rentestructuur als de private rentestructuur een recessie voorspelde in het begin van de jaren tachtig en negentig. In 1995 en 1998 werd de rentestructuur (gebaseerd op overheidsobligaties) opnieuw negatief, maar deze keren werd dat niet gevolgd door een recessie. In dezelfde jaren bleef de private rentestructuur duidelijk positief. Dit zou kunnen betekenen dat in de VS de private rentecurve inmiddels een betere voorspeller is voor de toekomstige groei dan de traditionele rentecurve. De grote test komt volgend jaar. Sinds april 2000 is in de VS de traditionele rentecurve negatief, wat een grote kans op een recessie aangeeft, terwijl de helling van de private rentecurve weliswaar gedaald is maar nog steeds positief is, wat duidt op een groeifname maar niet op een recessie.

## Recessie in Europa?

Ofschoon er redenen zijn om aan te nemen dat de voorspelkracht van de rentestructuur is verzwakt, wat betekent dat de huidige vervlakking niet per se hoeft te leiden tot een recessie, is het nog onduidelijk hoe sterk de groeivertraging dan zal zijn.

Er zijn redenen voor optimisme. Op korte termijn zal de groei verder vertragen door de hogere olieprijs, de hogere korte rente en de zwakkere wereldhandelsgroei. De olieprijs zullen echter naar verwachting volgend jaar gaan dalen, waardoor het koopkracht- en ruilvoetverlies afneemt. Bovendien is er vooralsnog geen bewijs van looninflatie ter compensatie van het verlies aan reëel inkomen. Als de looninflatie gematigd blijft, zal de kerninflatie licht stijgen en zullen basiseffecten ervoor zorgen dat de totale inflatie geleidelijk daalt naar niveaus beneden de twee procent, waardoor een verdere (sterke) verhoging van de korte rente kan uitblijven. Lagere belastingen in 2001 zullen vervolgens in de loop van volgend jaar een stimulans geven aan de binnenlandse vraag

1 Voor een overzicht van de literatuur, zie J.M. Berk, Information content of the yield curve, *De Economist*, 1998.

2 Het verschil in de voorspelkracht van de rentestructuur tussen Duitsland en andere landen van de eurozone kan worden verklaard door wisselkoersafspraken ten tijde van het EMS. Duitsland voerde een geldhoeveelheidsbeleid (binnenlands gericht), terwijl de andere EMS-landen een wisselkoersdoelstelling hadden.

