

# Renteverwachtingen zijn een slechte voorspeller

Verwachtingen ten aanzien van de lange rente zijn nuttig als indicatie van de onderliggende economische factoren waar marktpartijen rekening mee houden, maar hebben nauwelijks voorspellende waarde.

**R**enteverwachtingen zijn een belangrijke informatiebron voor financiële autoriteiten. De aandacht gaat meestal uit naar verwachtingen over de korte rente, waaruit blijkt in hoeverre marktpartijen anticiperen op monetaire beleidsbeslissingen. De verwachte lange rente krijgt doorgaans minder aandacht maar is niettemin interessant. Een actueel voorbeeld is de discussie over de dekkingsgraad van pensioenfondsen, die door toepassing van marktconforme waardering zeer gevoelig is voor de huidige lage rente. Daarbij wordt er soms voor gepleit om rekening te houden met toekomstige rentebewegingen die zijn af te leiden uit marktindicatoren. Een dergelijke benadering kan de moeite waard zijn, maar is gestoeld op de aanname dat marktpartijen tot een redelijk trefzekere renteverwachting komen.

Tweemaal per jaar peilt Consensus Economics onder een groot aantal economen, veelal werkzaam bij marktpartijen, voor een aantal jaren vooruit de verwachtingen over de lange rente en andere economische kernvariabelen. Een eerste blik op de resultaten voor de kapitaalmarktrente (figuur 1) leert dat deze de afgelopen twee decennia een opvallend slechte track record hebben gehad, waarbij de renteontwikkeling stelselmatig is overschat. Zoals bekend schommelt de Japanse rente al sinds eind jaren negentig op een zeer laag niveau, maar marktpartijen bleven dit over de gehele periode als tijdelijk verschijnsel beschouwen. Ook voor de Verenigde Staten en Duitsland zaten de marktpartijen er met hun voorspellingen steeds flink naast. In alle geval-

len loopt de gemiddelde voorspelfout substantieel op met de voorspelhorizon.

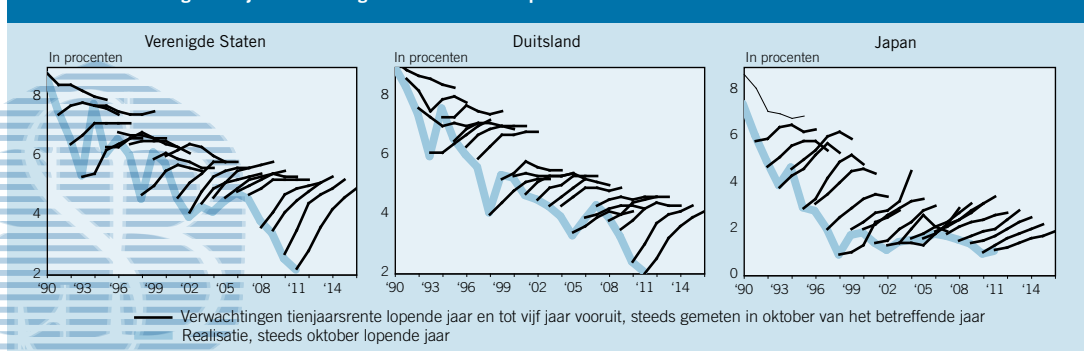
## Mogelijke verklaringen

Renteverwachtingen weerspiegelen macro-economische vooruitzichten. Figuur 2 laat zien dat de renteverwachting vijf jaar vooruit hetzelfde patroon heeft als de optelsom van de verwachte bbp-groei en inflatie over de overeenkomstige looptijd. Dit duidt erop dat de Consensus-verwachtingen onderling consistent zijn en voorspelfouten in de rente ten dele samenhangen met een verkeerd ingeschatte bbp-groei en inflatie (figuur 2). Vooral in de jaren negentig is de onverwacht lage inflatie voor een groot deel verantwoordelijk voor de niet-geanticiperde rentedaling. In Japan en Duitsland viel bovendien de bbp-groei in deze periode onverwacht laag uit; in de VS geldt dat voor de recessie na de dotcom-bubbel. Voor het afgelopen decennium is het lastig om één factor aan te wijzen die verklaart waarom de rente systematisch is overschat. Een mogelijke deelverklaring is een tijdelijk verhoogde vraag naar langlopend schuld papier, bijvoorbeeld door institutionele beleggers in het kader van de naderende vergrijzing. Voor de periode na 2008 heeft meegespeeld dat marktpartijen vijf jaar eerder geen rekening hielden met de kredietcrisis.

Los van een inhoudelijke verklaring kan ook de manier waarop verwachtingen worden gevormd een rol spelen, bijvoorbeeld of voorspellers zich laten leiden door technische analyse, zoals trendextrapolatie, of juist fundamentele factoren zoals de verwachte groei en inflatie. Relevant daarbij is dat de lange rente zich slechts zeer langzaam aanpast in de richting van een evenwichtswaarde (Van den End, 2011). Indien verwachtingen vooral zijn gebaseerd op veronderstellingen over de onderliggende economische kernvaria-

Figuur 1

Langetermijnverwachtingen en realisatie kapitaalmarktrente.



JAN KAKES

Econoom bij De Nederlandse Bank

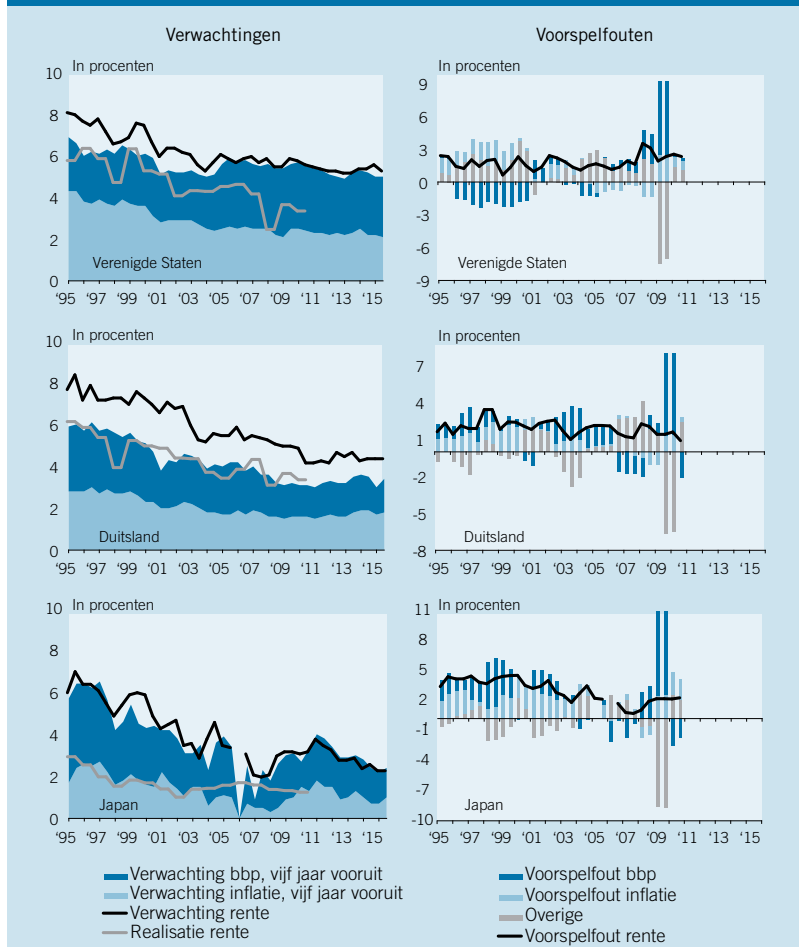
TIJMEN DANIËLS

Econoom bij De Nederlandse Bank

Bron: Consensus Economics

Figuur 2

Vijfjaarsverwachtingen, realisatie en voorspelfouten voor rente, bbp en inflatie<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Verwachte en gerealiseerde waarnemingen gekoppeld; de verwachting voor 2010 is dus gevormd in 2005.

Bron: Consensus Economics

belen, zoals figuur 2 suggereert, en weinig rekening houden met de hoge mate van persistentie, kan dat mede verklaren waarom de toekomstige rente langdurig wordt overschat. Illustratief hiervoor is dat, naarmate de rente verder is gedaald, de verwachte rentestijging gemiddeld groter is geworden, zoals de negatieve correlaties in tabel 1 laten zien. Dit duidt erop dat marktpartijen blijven rekenen op een terugkeer naar het oude evenwichtsniveau en terughoudend zijn om hun verwachtingen ten aanzien van het evenwichtsniveau neerwaarts bij te stellen. Het is verder opvallend dat verwachtingen die zijn afgeleid uit marktprijzen, bijvoorbeeld op de termijnmarkt, vrijwel hetzelfde patroon laten zien als de enquêteverwachtingen. De economische theorie suggereert dat indien gedurende langere tijd een systematische voorspelfout optreedt, rationele agenten dit zullen uitbuiten en de voorspelfout terugdringen. De literatuur biedt echter ook verklaringen voor het uitblijven van correcties. Zo kunnen substantiële kosten gemoeid zijn met het innemen van met name langdurige posities tegen de markt in (Tuckman en Vila, 1992), of speculanten trachten het tijdstip van een marktcorrectie te voorspellen, in plaats van meteen positie in te nemen (Abreu en Brunnermeier, 2002). Van sommige markten is bekend dat arbitrage met een

Tabel 1

Correlatie tussen renteniveau en verwachte renteverandering.

Voorspelhorizon in jaren	0	1	2	3	4	5
Verenigde Staten	-0,28	-0,77**	-0,88**	-0,88**	-0,89**	-0,89**
Japan	0,13	-0,13	-0,34**	-0,43**	-0,57**	-0,68**
Duitsland	0,11	-0,59**	-0,74**	-0,76**	-0,76**	-0,78**

\*\*Significant op vijfprocentniveau

tijdsdimensie – waarbij de speculant geduld moet hebben tot de systematische voorspelfout zich materialiseert – in de praktijk minder goed functioneert dan tussen markten op hetzelfde moment in de tijd. De *forward bias*-puzzel op de valutamarkt is een voorbeeld van dit fenomeen.

Goodhart en Lim (2011) vinden ten aanzien van de korte rente soortgelijke voorspelfouten als in figuur 1 en schrijven dit toe aan de onvoorspelbaarheid van omslagpunten in de rentecyclus: indien een voorspeller in een dalend renteklimaat ook maar enigszins rekening houdt met een renteomslag in de nabije toekomst, dan zal dit de renteverwachting opwaarts vertekenen. Dit is analoog aan de bekende *Peso*-verklaring voor de *forward bias*-puzzel: een ogenschijnlijk systematisch verkeerde prijsbijstelling omdat marktpartijen rekening houden met een kleine kans op een abrupte verandering.

Al met al is het moeilijk om één allesomvattende verklaring te vinden voor de systematische overschatting van de renteontwikkeling. Waarschijnlijk speelt hier een combinatie van economische ontwikkelingen, markttechnische factoren en aspecten die samenhangen met de verwachtingsvorming van voorspellers.

Conclusie

De uitkomsten impliceren dat renteverwachtingen weliswaar nuttig kunnen zijn als indicatie van de ontwikkeling van onderliggende economische factoren waarop marktpartijen anticiperen, maar niet als voorspeller van de rente zelf. Een beroep op marktverwachtingen als onderbouwing voor het nemen of juist achterwege laten van maatregelen moet daarom met de nodige kritische blik worden gezien. Het is onverstandig om bij de waardering van pensioenverplichtingen alvast een rentestijging in te boeken, ook al wijzen marktverwachtingen in die richting. Een scenario met aanhoudend lage rentevoeten is namelijk goed voorstelbaar, vooral als inflatie en economische groei gedurende een langdurige periode tegenvallen. Japan laat zien dat dit mogelijk is. In westerse landen kunnen demografische ontwikkelingen zoals vergrijzing de potentiële groei langdurig drukken. Omgekeerd zijn natuurlijk ook scenario's denkbaar waarbij inflatie en rente fors oplopen. In ieder geval laat de ervaring van de afgelopen decennia zien dat we de rentebewegingen niet kunnen afleiden uit marktverwachtingen.

LITERATUUR

Abreu, D. en M.K. Brunnermeier (1998) Synchronisation risk and delayed arbitrage. *Journal of Financial Economics*, 66(2-3), 341-360.  
 End, J.W. van den (2011) Het statistische gedrag van de kapitaalmarktrente. *ESB*, 96(4608), 246-248.  
 Goodhart, C.A.E. en W.B. Lim (2011) Interest rate forecasts: a pathology. *International Journal of Central Banking*, 7(2), 135-171.  
 Tuckman, B. en J.-L. Vila (1992) Arbitrage with holding costs: a utility-based approach. *Journal of Finance*, 47(4), 1283-1302.