

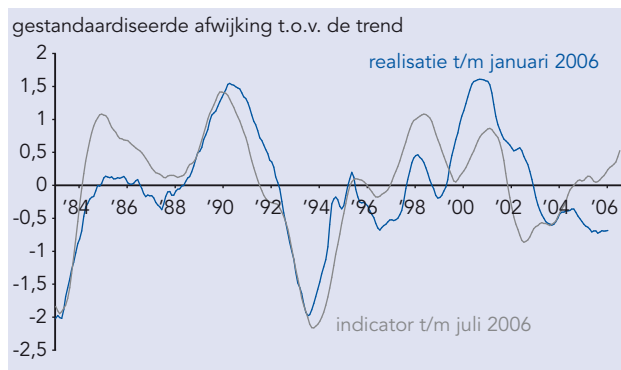
Vervlakking van de yieldcurve

A. den Reijer

Deze rubriek wordt maandelijks samengesteld door Robert-Paul Berben, Gerbert Hebbink, Ard den Reijer en Ad Stokman van de Nederlandsche Bank. A.H.J.den.Reijer@dnb.nl

Sinds medio 2004 is het verschil tussen de lange en korte rente ruwweg gehalveerd. Wat impliceert dit voor de conjunctuur?

Figuur 1. DNB-conjunctuurindicator



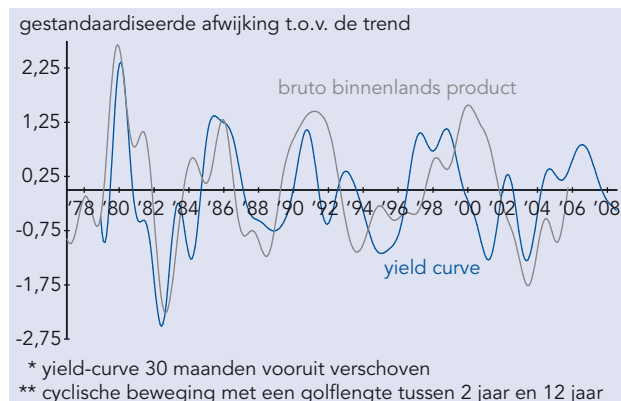
De DNB-conjunctuurindicator duidt op een verdere verbetering van de Nederlandse conjunctuur de komende maanden. Van de vijf deelindicatoren waaruit zij is opgebouwd wijzen er drie naar boven. Dit zijn de verwachte bedrijvigheid van Duitse en Nederlandse ondernemingen en de reële geldhoeveelheid. De twee overige indicatoren, de reële korte rente en de yieldspread, staan in de min. De yieldcurve is het verschil tussen de langetermijn- en kortetermijnrentevoeten. De meest gebruikte maatstaf voor de laatste is het verschil tussen de tienjaars rente op staatsobligaties en de driemaands geldmarktrente. Sinds juni 2004 is dit verschil teruggelopen van ruim twee procentpunten tot rond één procentpunt nu.

Voorspelt de vervlakte yieldcurve ...

In het verleden bleek een vlakke, of zelfs inverse, rentetermijnstructuur een goede voorspeller voor lagere economische groei of zelfs recessies. Stock & Watson (2003) analyseren een groot aantal alternatieve indicatoren voor het voorspellen van de bbp-groei en concluderen dat hoewel geen van alle ideale eigenschappen bezit, de yieldcurve deze nog het dichtst benadert. Figuur 2 geeft de cyclische bewegingen weer van het bbp en de yieldcurve. De yieldcurve blijkt gemiddeld genomen dertig maanden vooruit en is daarom in de figuur met even zoveel maanden vooruit verschoven ten opzichte van de bbp-reeks. Uit de figuur blijkt dat de vervlakking van de yieldcurve niet per definitie gepaard gaat met een cyclische neergang van het Nederlandse bbp. Zie bijvoorbeeld Van Gelder & Stokman (2006) die dit recentelijk hebben onderzocht voor de VS en Nederland.

De helling van de yieldcurve wordt beïnvloed door de volgende drie factoren: het huidige niveau van de beleidsrente ten opzichte van het toekomstige verwachte niveau van de beleidsrente, het niveau van de kortetermijninflatieverwachtingen ten opzichte van de langetermijninflatieverwachtingen en het

Figuur 2. Cyclische beweging van de yield-curve* en van het bbp**



niveau van de kortetermijnrisicopremie ten opzichte van de langetermijnrisicopremies. Een toekomstige recessie zal voornamelijk door de eerste twee factoren worden gesignaleerd. Renteverwachtingen spelen een belangrijke rol en zijn gerelateerd aan de voorziene toekomstige ontwikkelingen in de reële vraag naar krediet en het beloop van de inflatie. Bovendien zijn verwachte toekomstige korte rentevoeten weer belangrijke determinanten voor huidige langetermijnrentevoeten.

... ook nu de conjunctuur?

De derde bepalende factor voor de yieldcurve zijn de risicopremies. De huidige historisch lage langetermijnrentevoeten reflecteren wellicht meer de lage risicopremies veroorzaakt door de grote voorkeur naar langetermijnobligaties dan de fundamentele macro-economische ontwikkelingen. Daarbij speelt een rol dat de verandering van de internationale boekhoudstandaard en de verscherping van de regelgeving van toezichhouders hebben geleid tot een grotere vraag naar langlopende obligaties door pensioenfondsen, om de looptijden van de activa beter af te stemmen op die van de passiva. Verder heeft ook de instroom van kapitaal uit olie-exporterende en Aziatische landen naar voornamelijk de Verenigde Staten geleid tot lagere rentes. Dergelijke factoren zouden de risicopremies aanzienlijk verlaagd kunnen hebben, waardoor de voorspellende waarde van de yieldcurve gedurende de meest recente periode aan kracht inboet. ■

Ard den Reijer

Literatuur

Stock, J.H. & M.W. Watson (2003) Forecasting output and inflation: The role of asset prices, *Journal of Economic Literature*, 41, 788-829.
Van Gelder, L. & A. Stokman (2006) Nonlinear (asset-) price based real gdp forecasting, *DNB Working paper*.