



## Een inverse rentestructuur?

**Auteur(s):**

Doornekamp, C.A.

Noordenbos, J.T.

*De auteurs zijn werkzaam bij de Stafgroep Economisch Onderzoek van Rabobank Nederland. Met dank aan Paul van de Ven en Wim Boonstra.***Verschenen in:**

ESB, 85e jaargang, nr. 4266, pagina 624, 11 augustus 2000

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

rente

*De rentecurve van de EMU vervlakt. In de VS heeft de curve zelfs een invers verloop. Zal de rentecurve in de EMU ook invers worden en wat zijn de risico's?*

**Het klassieke, positieve verloop van de rentestructuur gaat momenteel steeds minder op. In de VS is reeds sprake van een inverse rentecurve <sup>1</sup>. In de EMU lijkt het ook die kant op te gaan en is de rentecurve al aanmerkelijk vervlakt. Welke lessen kunnen worden getrokken uit eerdere perioden van een inverse rentestructuur? Wat zegt dit over de huidige ontwikkeling van de rentestructuur in de EMU? En wat zijn de belangrijkste risicoscenario's voor de rentecurve?**

### Lessen uit het verleden

Normaal gesproken kent de rentestructuur een positief verloop. Oftewel: de lange rente komt hoger uit dan de korte rente. Dit positieve verschil is toe te schrijven aan het bestaan van een risicopremie op de lange rente. Deze risico's betreffen onder andere de toekomstige ontwikkeling van de inflatie, debiteurenkwaliteit en rentebelooft. Daarnaast kan een positieve helling van de rentecurve worden opgevat als een indicatie voor een verwachte stijging van de korte rente. Daarentegen duidt een omgekeerde rentestructuur op een verwachte daling van de korte rente. Wanneer kan zo'n inverse rentecurve ontstaan? Uit de voorbeelden uit het verleden kan een aantal belangrijke gemeenschappelijke kenmerken worden afgeleid (zie kader).

---

### Inverse rentecurven uit het verleden

#### Voorbeeld 1: het anti-inflatie beleid van de Amerikaanse Federal Reserve

Onder invloed van de oliecrises in 1973 en 1979 liep de inflatie in de vs eind jaren zeventig scherp op tot boven de tien procent. De Amerikaanse Federal Reserve voerde in deze tijd, waarin het 'Keynesianisme' nog hoogtij vierde, een weinig geloofwaardig monetair beleid. De lage reële renteniveaus en de lage dollarkoers voedden de inflatieverwachtingen. Het tij keerde echter abrupt onder leiding van de Fed-president Paul Volcker, die in augustus 1979 aantrad. Volcker introduceerde een streng monetair beleid, dat was gericht op inflatiebestrijding en het terugwinnen van het vertrouwen van het publiek. In korte tijd werd de 'federal funds rate' opgetrokken tot liefst twintig procent en een inverse rentecurve was het gevolg. Door vol op de monetaire rem te trappen slaagde de Fed erin om de inflatie hardhandig terug te dringen. De tol die betaald moest worden was dat de Amerikaanse economie vanaf 1982 in een recessie belandde.

#### Voorbeeld 2: de Duitse eenwording

De Duitse economie liet kort na de Duitse eenwording in 1990 duidelijke signalen van oververhitting zien. Zo versnelde de gemiddelde loonkostenstijging fors van drie procent in 1989 tot ruim vijf procent in 1991. Tevens gaven de hoge groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening blijk van zeer ruime monetaire ontwikkelingen. Dat was aanvankelijk een bewuste keuze om de uitbreiding van de economie (de oostelijke deelstaten zouden naar verwachting vijftien procent aan het bbp toevoegen) te accommoderen. Maar toen de economische activiteit in Oost-Duitsland tegenviel, zat het monetaire beleid al gauw in een veel te ruim jasje. De Bundesbank reageerde op deze ontwikkelingen door het monetaire beleid sterk te verkrappen. De repo-rente werd verhoogd van zes procent in 1990 tot een piek van 8,75 procent medio 1992 en een inverse rentestructuur ontstond. In de loop van 1992 begon de inflatie aan de terugtocht, maar raakte de Duitse economie ook in een recessie.

#### Voorbeeld 3: de Japanse 'zeepbeconomie'

De Japanse economie kende in de jaren tachtig een zeer voorspoedige ontwikkeling. De Bank van Japan hield daarbij de rente

bewust laag om een al te sterke appreciatie van de yen tegen te gaan. De lage rente weerspiegelde zich in een snelle groei van de kredietverlening. Een extra aanjager van de kredietgroei vormde de deregulering van de financiële sector. De toenemende concurrentie tussen het bankwezen en niet-financiële instellingen brachten de banken ertoe om meer winstgevende, risicovolle projecten te financieren. Met name de onroerend goed sector was 'booming business'. Hierdoor ontstond een zichzelf versterkende spiraal van hoge kredietgroei en explosief stijgende aandelenkoersen en onroerend goedprijzen. De inflatie stond lange tijd op een laag pitje, maar liep uiteindelijk toch op van minder dan 0,5 procent medio 1988 tot ongeveer 3,5 procent medio 1989. In mei 1989 begon de Bank van Japan het monetaire beleid plotseling te verkrappen om lucht uit de zeepbel te laten lopen. In ruim een jaar tijd werd de korte rente verhoogd van 2,5 procent tot zes procent en een inverse rentecurve was het resultaat. Door de instorting van de 'zeepbeconomie' belandde Japan in een diepe en hardnekkige recessie.

Allereerst is een inverse rentecurve in het verleden altijd voorafgegaan door ruime monetaire verhoudingen. Hierdoor ontstond toenemend inflatiegevaar en het risico van een mogelijke oververhitting van de economie. Voorlopende signalen waren bijvoorbeeld relatief lage niveaus van de nominale en reële korte rente, een versnelde groei van de geldhoeveelheid en de kredietverlening, een hoge vlucht van aandelenkoersen, een neerwaartse druk op de valuta en een toenemende krapte op de arbeids- en productmarkten. *Buitenland*

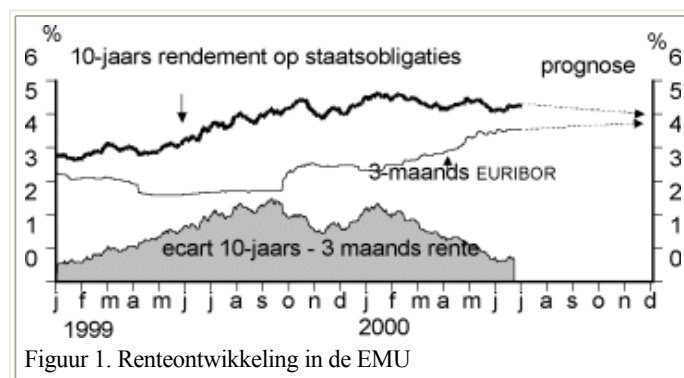
Daarnaast is een inverse rentecurve in het verleden altijd uitgelokt door een (externe) economische schok. In de VS maakte Fed-president Volcker in het begin van de jaren tachtig de ommeswaai naar een streng anti-inflatiebeleid. In Duitsland bood de Bundesbank begin jaren negentig tegenwicht aan de grote impuls van de Duitse eenwording. In Japan verkrapte de centrale bank eind jaren tachtig het monetaire beleid om het inflatierisico te bezweren en lucht uit de 'zeepbel' te laten lopen. De overgang van een zeer ruim naar een veel krappere monetair beleid lag dus steeds aan de basis van de inverse rentestructuur. Voorts, en in het verlengde van het vorige punt, is de omgekeerde rentecurve altijd tot stand gekomen bij hoge korte renteniveaus. Daarbij ging de scherp oplopende korte rente in eerste instantie steeds gedeeltelijk gepaard met een stijging van de lange rente. Ook de lange rentetarieven stonden dus onder opwaartse druk, zij het minder dan de korte rentetarieven. Tenslotte is een inverse rentecurve altijd een betrouwbare voorbode gebleken van een economische recessie. Zowel de VS, Duitsland als Japan zijn na het ontstaan van een inverse rentestructuur (die gemiddeld zo'n twee jaar duurde), met een vertraging van een paar kwartalen, in een serieuze recessie beland.

## Basisscenario

Wat zeggen deze voorbeelden ons over de huidige ontwikkeling en implicaties van de rentecurve? De afgelopen maanden heeft de rentecurve in de VS reeds een invers verloop gekregen, terwijl zich in de EMU een duidelijke vervlakking van de rentecurve heeft voorgedaan. Sinds begin dit jaar is in het eurogebied het driemaands euribor-tarief gestegen van 3,3 procent tot 4,6 procent, terwijl het tien-jaars rendement op staatsobligaties licht is gedaald van 5,4 procent tot 5,3 procent.

Voor wat betreft de korte kant van de rentecurve is onze verwachting dat de Europese Centrale Bank (ECB) het einde van de rit van renteverhogingen bijna is genaderd. Sinds november 1999 heeft de ECB de herfinancieringsrente met in totaal 175 basispunten opgetrokken tot 4,25 procent. Daarmee zijn min of meer neutrale monetaire condities gecreëerd. Naar verwachting heeft de ECB na het zomerreces nog wel één aanvullende renteverhoging van 25 basispunten in petto, zodat de herfinancieringsrente 4,5 procent bedraagt. Daarna kan een langdurige rustperiode op de geldmarkt aanbreken. Dit weerspiegelt zich in een stabiel richtpunt voor het driemaands EURIBOR-tarief van 4,75 procent ultimo 2000 en medio 2001. Deze prognose staat of valt bij de aanname dat de inflatie onder controle blijft. Weliswaar brengt de hardnekkig hoge olieprijs op de korte termijn een inflatierisico met zich mee, maar een beheerst blijvende loonontwikkeling en de verhevigde concurrentiestrijd in de EMU zorgen voor belangrijke tegendruk. Bovendien mag worden verwacht dat de euro, in lijn met de sterk verbeterde fundamenten in de euro-zone en de eerste signalen van een zachte landing in de VS, terreinwinst zal boeken. Per saldo verwachten wij dat de gemiddelde inflatie in de EMU zowel in 2000 als 2001 beneden de twee procent zal blijven.

Aan de lange kant van de rentecurve voorzien wij een verdere ontspanning. Naast een op termijn laag blijvende inflatie vormt de gunstige ontwikkeling van de overheidsfinanciën een belangrijke dempende factor voor de lange rente. In de aanloop naar de EMU zijn de begrotingstekorten reeds aanzienlijk geslonken. In navolging van de VS ligt nu ook in de EMU een begrotingsoverschot binnen handbereik. In de VS is het effect van de toenemende schaarste van staatsobligaties reeds duidelijk merkbaar (nog gevoed door een grote terugkoopoperatie) en een soortgelijk effect mag in het eurogebied worden verwacht. Tegen deze achtergrond zien wij het tien-jaars rendement op staatsobligaties licht neerwaarts tenderen in de richting van vijf procent ultimo 2000 en medio 2001 (zie [figuur 1](#))<sup>2</sup>.



Kortom: in ons basisscenario dient zich een verdere vervlakking van de rentecurve aan, maar is een inverse rentestructuur in de EMU niet aan de orde. Bovendien vallen de huidige korte renteniveaus, in vergelijking met eerdere perioden van een inverse rentecurve, nog relatief laag uit. Een ander opvallend verschilpunt is dat de lange rente niet gedeeltelijk meeloopt met de korte rente, maar juist een lichte daling laat zien. Om deze redenen kan de huidige vlakke rentecurve naar onze mening niet als voorbode van een op handen zijnde groeivertraging of zelfs recessie worden gezien.

## Risicoscenario's

Wat zijn de risico's dat de vlakke rentecurve in de EMU toch zal doorslaan in een invers verband? Onderstaand worden twee belangrijke risicoscenario's geschetst.

### *Nieuwe economie in de VS blijkt een zeepbel*

In een eerste risicoscenario blijkt de 'nieuwe' Amerikaanse economie uiteindelijk toch te ontsporen. De toenemende onevenwichtigheden van het uitdijende tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans en het daarmee samenhangende negatieve particuliere spaarsaldo baren zorgen. De Amerikaanse consument leeft op krediet en vermogenswinsten en heeft een structureel en oplopend spaartekort. De kans bestaat dat de Fed hierop zal reageren door de korte rente, die inmiddels al fors is gestegen, nog verder te verhogen. In dat geval kan op de aandelenmarkten, waar de verwachtingen over de nieuwe economie hoog gespannen zijn, een verdere terugslag volgen. Een drastische val van de aandelenkoersen kan gepaard gaan met grote negatieve vermogenseffecten en een harde landing van de Amerikaanse economie. De EMU zal hier zeker schade van ondervinden en de lange rente zal onder sterke neerwaartse druk komen te staan. Omdat de ECB aanvankelijk in het spoor van de Fed de korte rente heeft opgetrokken, kan kortstondig een inverse rentecurve in de EMU resulteren. De ECB zal echter niet aarzelen om de korte rente weer omlaag te sturen als de zwakke toestand van de economie daarom vraagt. Ook een te verwachte appreciatie van de euro ten opzichte van de dollar zal daaraan bijdragen. Een langdurige inverse rentestructuur is in dit scenario dus niet waarschijnlijk. Wel ligt in dit scenario een forse conjuncturele vertraging, en mogelijk zelfs een recessie, in het verschiet.

### *De euro blijft vertrouwen ontberen*

De ECB staat in haar jonge bestaan nog voor de taak om geloofwaardigheid (reputatie) op te bouwen. De komst van de euro kan in dit verband worden gezien als een regimewisseling. De ECB kan gedwongen worden om extra actie te ondernemen om het vertrouwen van het publiek en de financiële markten af te dwingen. Dit risico zal zich met name manifesteren als de euro opnieuw zou afglijden. De zwakke euro levert op de korte termijn via de invoerprijzen een inflatierisico op. Belangrijker is dat een aanhoudend lage eurokoers op de langere termijn ook het beleid van loonmatiging in de waagschaal zou leggen. Daarnaast kan het tempo van structurele hervormingen serieus worden vertraagd. Immers, het Europese bedrijfsleven en de overheden kunnen zich verschuilen achter het concurrentievoordeel van de goedkopere euro. Dit kan de noodzaak tot verdere flexibilisering van arbeids- en productmarkten maskeren. Dit alles kan de ECB ertoe aanzetten om de korte rente verder op te schroeven en de kloof met het Amerikaanse korte renteniveau aanmerkelijk te verkleinen. De ECB zal echter op haar tellen moeten passen. Een fors hogere korte rente zal namelijk het economisch herstel dwarsbomen, waardoor de euro juist extra onder druk kan komen te staan. In dit scenario waarin de ECB vertrouwen blijft ontberen, zal ook de lange rente scherp kunnen oplopen. Als de ECB wel vertrouwen afdwingt, de inflatie onder controle blijft en het hervormingsbeleid voldoende vaart behoudt, zal de lange rente na een tijdelijke hobbel echter weer kunnen dalen.

## Conclusies

Eerdere perioden van een inverse rentecurve kenmerkten zich door een plotselinge regimewisseling in de vorm van een aanmerkelijk krasser monetair beleid. Een inverse rentecurve werd steevast gevolgd door een economische recessie.

In ons basisscenario voorzien wij in de EMU geen invers verband, maar wel een verdere vervlakking van de rentecurve. Op de geldmarkt zal de rente nog iets oplopen, terwijl op de kapitaalmarkt ruimte is voor verdere ontspanning. De vlakke rentecurve duidt niet op een op handen zijnde recessie.

Het belangrijkste risico schuilt thans in de toenemende onevenwichtigheden in de Amerikaanse economie. Dit kan de voorbode zijn voor een harde landing in de VS. In dat geval zal de lange rente sterk onder neerwaartse druk komen te staan en kan ook in de EMU een kortstondige inverse rentecurve en een forse groeivertraging optreden.

Een tweede risico betreft een hernieuwde koersval van de euro en bijgevolg het opnieuw in het geding komen van de geloofwaardigheid van de ECB. Dit kan de ECB ertoe aanzetten om de korte rente veel forsere te verhogen dan nu door ons wordt voorzien. Ook langs deze weg kan een tijdelijke inverse rentecurve en een serieuze afkoeling van de EMU-economie worden uitgelokt

---

1 De begrippen rentecurve en rentestructuur worden gehanteerd als Nederlandstalige equivalenten van de term 'yieldcurve'.

2 Opgemerkt moet worden dat dit schaarste-effect in veel minder sterke mate zal gelden voor de rente op bedrijfsobligaties. Zie ook het themabericht 2000/17, *Lagere overheidstekorten en de rente*, Rabobank Nederland, juli 2000.