

Bedrijfsleven belangrijke veroorzaker van de lage kapitaalmarktrente

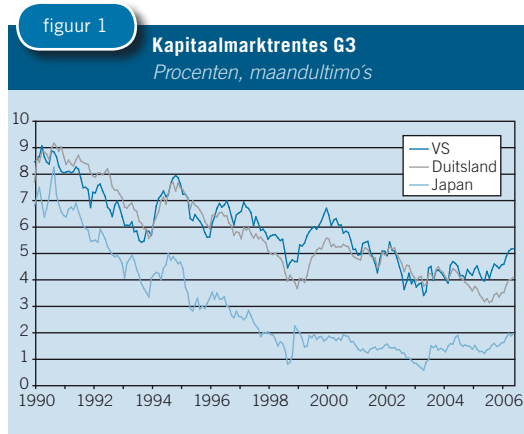
Er bestaat een vrij brede consensus dat de huidige kapitaalmarktrente uitzonderlijk laag is. Bij de meest genoemde verklaringen ontbreken ten onrechte de achterblijvende bedrijfsinvesteringen. Deze investeringen zullen bepalend zijn voor het verdere rentebelooft.

Hoewel de internationale kapitaalmarktrentes recentelijk zijn gestegen, bevinden ze zich nog steeds op historisch lage niveaus, dit ondanks de al enkele jaren sterk aantrekkende wereldgroei. Deze lage rentes passen schijnbaar prima binnen een langdurige periode waarin de obligatiemarkten wereldwijd opmerkelijke rentedalingen hebben laten zien. Het disinflatoire klimaat en vervolgens de budgettaire consolidatie waren in de afgelopen twee decennia de belangrijkste motoren achter deze rentedaling. De afgelopen jaren hebben beide trends echter fors aan belang ingeboet: zo zijn de begrotingstekorten in dit millennium weer opgelopen en is de inflatie op wereldschaal recentelijk weer toegenomen. Desondanks zijn de afgelopen jaren de rentes op staatsobligaties niet gestegen; ze zijn juist verder gedaald (zie figuur 1).

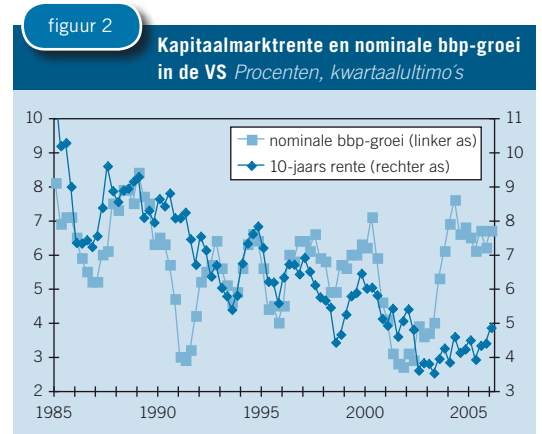
Om een oordeel te kunnen vellen in hoeverre de huidige renteniveaus daadwerkelijk uitzonderlijk zijn, kan allereerst naar een eenvoudige indicator worden gekeken waarbij de (tienjaars)kapitaalmarktrente wordt vergeleken met de nominale economische

groei in de Verenigde Staten. Sinds begin jaren tachtig van de vorige eeuw bestaat er een goede samenhang tussen deze twee waarden, met uitzondering van kortstondige periodes van economische stagnatie waarbij beleggers positief bleven over de groeivoorzichten op de middellange termijn (zie figuur 2). Uit de figuur kan worden afgelezen dat bij de huidige nominale groei van meer dan zes procent op basis van deze eenvoudige vuistregel eerder een rente van zeven procent zou passen dan de huidige rente nabij de vijf procent.

Een geavanceerder alternatief is om naar de waardingsmodellen van de grote zakenbanken te kijken. Deze econometrische modellen maken naast de economische groei en de inflatie gebruik van een serie macro-economische en financiële data, zoals onder andere het begrotingssaldo en de geldmarktrente. De uitkomsten zijn zonder uitzondering dat de huidige obligatierentes fors beneden de door deze modellen berekende evenwichtsrentes liggen. Er bestaat dan ook een vrij brede consensus dat de kapitaalmarktrente de afgelopen jaren aanmerkelijk lager heeft gelegen dan onder 'normale' omstandigheden zou mogen worden verwacht. Over de oorzaak bestaat echter veel minder overeenstemming. Veel gehoorde verklaringen betreffen de omvangrijke aankopen van staatsobligaties door Aziatische centrale banken, de gewijzigde accounting- en toezichtregels, alsmede het toegenomen vertrouwen in het monetaire beleid.



Bron: Bloomberg



Bron: Bloomberg

JACOB MEESTERS
De auteur is werkzaam bij DNB, divisie Financiële markten

Hoewel deze factoren zeker een neerwaarts effect hebben op de rente, zijn ze echter ontoereikend om de huidige lage rentestanden voldoende te verklaren. Het zijn verklaringen die specifiek gericht zijn op de lage kapitaalmarktrentes. Die staan echter niet op zichzelf, maar vormen onderdeel van het algemene verschijnsel dat reële rendementen tot historisch lage niveaus zijn gedaald. Zo zijn de kredietopslagpremie voor zowel bedrijven als opkomende markten, het rendement op aandelen (dividendrendement) en de huuropbrengst als percentage van de huizenprijs de afgelopen jaren alle fors gedaald naar historische laagpunten. Deze compressie van reële rendementen op allerlei financiële instrumenten is het gevolg van de zogenoemde 'search for yield' van beleggers die moeite hebben een goede aanwending te vinden voor de ruime voorradigheid van kapitaal. Anders gezegd: er is een onevenwichtigheid tussen vraag en aanbod van kapitaal.

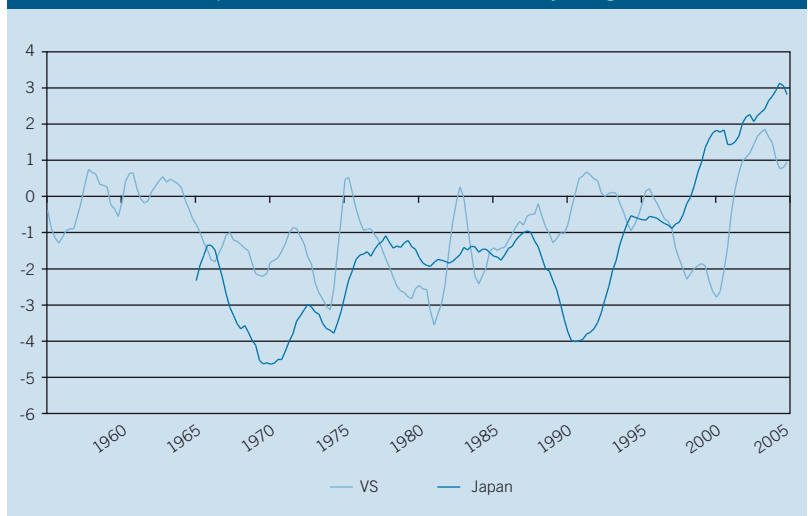
De 'financing gap' van bedrijven

De vraag naar en aanbod van kapitaal kan worden geanalyseerd aan de hand van *flow-of-funds*-data waar het financieringsgedrag van de verschillende economische sectoren in kaart wordt gebracht. In historisch perspectief blijkt dat gezinnen hoofdzakelijk aanbieders van kapitaal zijn, terwijl ondernemingen en overheden veelal opereren als vragende partij. In de afgelopen tien jaren hebben zich echter majeure verschuivingen voorgedaan. Eind jaren negentig creëerden overheden begrotingsoverschotten en de 'nieuwe economie' verleide bedrijven tot het doen van omvangrijke investeringen. De afgelopen vijf jaar vond de omslag plaats met toenemende begrotingstekorten en een naar nul tenderende spaarquote van gezinnen. Hierbij is echter onderbelicht gebleven dat bedrijven de afgelopen jaren niet hun traditionele rol als aantrekkers van kapitaal hebben vervuld, maar per saldo hebben geopereerd als nettospaarders. Oftewel de winsten van het bedrijfsleven worden niet geheel ingezet voor het doen van investeringen, maar worden gebruikt om af te lossen op vervallende leningen, eigen aandelen in te kopen dan wel de kasvoorraad op te laten lopen. Voor de financiële markten betekent dit dat de markt voor bedrijfsobligaties opdroogt en dat het aantal uitstaande aandelen vermindert. Het veranderde financieringsgedrag van bedrijven heeft echter ook macro-economische gevolgen. De kredietverlening die traditioneel benodigd is om meer te kunnen investeren dan de gegenereerde (interne) kasstroom vormt een belangrijke economische impuls. In geval van nettobesparingen wordt niet de volledige inkomende kasstroom geïnvesteerd en daarmee lekt een gedeelte van de bestedingen weg uit de economie. Het macro-effect van een omslag in de 'financing gap' is dus de som van de wegvallende kredietimpuls en de weggelekte bestedingen.

figuur 3

Financing gap bedrijfsleven

in % bbp (+ is overschot) 4-kwartaals voortschrijdend gemiddelde



Bron: Federal Reserve Bank en Bank of Japan

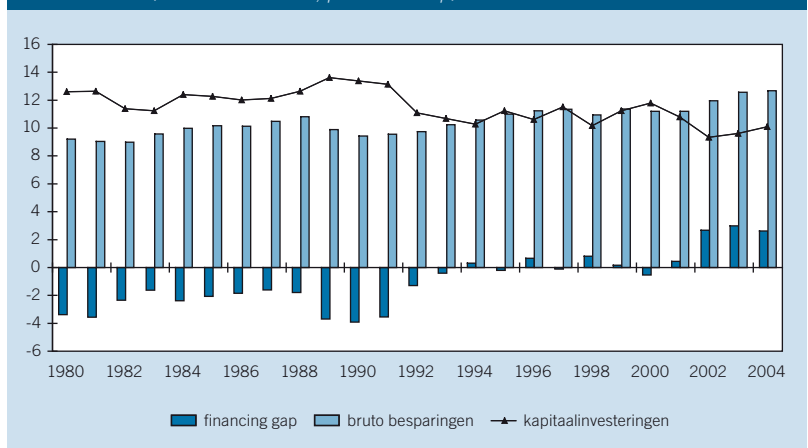
Hoewel de 'financing gap' van jaar op jaar altijd fluctuaties kent, heeft er de afgelopen jaren een majeure omslag plaatsgevonden: terwijl in de Verenigde Staten bedrijven in de periode 1970-2000 gemiddeld één procent van het bbp aan kapitaal aantrokken, hebben ze sinds 2003 gemiddeld 1½ procent van het bbp afbetaald of gespaard (zie figuur 3). Voor Japan is deze omslag nog groter: een omslag van gemiddeld -2 procent van het bbp in de afgelopen decennia naar +2½ procent van het bbp de afgelopen drie jaren. Voor de EMU is een minder lange historie beschikbaar, maar ook hier trekken bedrijven nauwelijks kapitaal aan, terwijl in het jaar 2000 nog voor twee procent van het bbp kapitaal werd aangetrokken.

In nominale termen spreken we hier voor de Verenigde Staten en Japan over een verminderde kapitaalvraag van respectievelijk 250 miljard en 160 miljard euro op jaarbasis. Op basis van data van het IMF kan de omslag voor de G7-landen minus Duitsland worden becijferd op 4½ procent van het bbp ten opzichte van de jaren tachtig van de vorige eeuw (IMF, 2006), oftewel ongeveer 850 miljard euro op jaarbasis (zie figuur 4). Ter vergelijking: de veel aangehaalde overschotten op de lopende rekening van Japan en China bedragen samen ongeveer 250 miljard euro per jaar.

figuur 4

Financing gap bedrijfsleven in G7

(exclusief Duitsland; procenten bbp)



Bron: IMF (2006)

Verklaring voor de nettobesparingen bij bedrijven

Bedrijven die opereren als netto-spaarders zijn geen nieuw fenomeen. Figuur 3 laat zien dat dit begin jaren zestig in de Verenigde Staten voorkwam en ook in de tussenliggende jaren zijn er kortstondige perioden geweest waarin Amerikaanse bedrijven trachtten hun balans op te schonen, bijvoorbeeld begin jaren negentig toen banken erg restrictief werden in hun kredietbeleid ('*credit crunch*'). De recente besparingen vertonen echter een duurzamer karakter in zowel Japan als de Verenigde Staten en hebben verder gemeen dat ze volgen op een periode waarin bedrijven juist veel kapitaal hebben aangetrokken en zich risicovoller gingen financieren. Zo valt de omslag in het financieringsgedrag in Japan samen met de lokale aandelenkrach en de gelijktijdige ineenstorting van de vastgoedprijzen die tachtig procent van hun waarde verloren. Doordat de fors in waarde gedaalde activa van de bedrijven de schulden niet langer konden dekken, waren veel Japanse bedrijven de facto failliet. De enige manier om aan een faillissement te ontsnappen, was om alle inkomende kasstromen voor aflossing op het aangetrokken vreemd vermogen aan te wenden. De solvabiliteit verbeterde weliswaar, maar de investeringen kwamen hierdoor in het gedrang. De doelstelling van bedrijven verschoof hierdoor van winstmaximalisering naar schuldreductie. Hoewel schuldaflossing voor een afzonderlijk bedrijf optimaal kan zijn, is dit niet noodzakelijkerwijs het geval voor de economie als geheel. De gelijktijdige afbetaling door het bedrijfsleven zorgt immers voor een vraaguitval op macroniveau, die door een verminderde afzetvraag de economie in een neerwaartse spiraal kan doen belanden, waardoor de situatie voor de bedrijven alleen maar verergert. Het gevolg van de investeringsstop was dat de Japanse economie een decennium lang rond de nulgroei bungelde. In deze zogenoemde balansrecessie bleken de pogingen van de Bank of Japan in de jaren negentig om met verregaande renteverlagingen de economische vraag op peil te houden vruchteloos, omdat bedrijven slechts geïnteresseerd waren in schuldreductie (Koo, 2003). De combinatie van dit extreem ruim monetair beleid en een compleet afwezige financieringsvraag leidde tot een historisch lage tienjaarsrente beneden één procent (zie figuur 1), maar was ook verantwoordelijk voor een kapitaaluitstroom vanuit Japan naar de rest van de wereld.

Ook in het Westen valt het begin van de nettobesparingen van het bedrijfsleven samen met een snelle schuldopbouw en een aandelenkrach: door de dalende aandelenprijzen in 2000 en de daaropvolgende jaren verslechterde de balans van veel bedrijven en nam de risico-aversie bij beleggers toe. Bedrijven die tijdens de internetbubble veel hadden geïnvesteerd, zagen door oplopende kredietrisicopremies hun schuldenlast oplopen, terwijl de winsten als gevolg van de recessie in 2001 daalden. Om hun balansen op te schonen, stelde het Amerikaanse

bedrijfsleven haar investeringsplannen onmiddellijk neerwaarts bij. De Federal Reserve Bank reageerde echter adequaat en verlaagde de beleidsrente agressief tot het laagterecord van één procent om zodoende een balansrecessie te voorkomen. Evenals in Japan bleken de renteverlagingen in de VS weinig effectief om de teruggang in de investeringen te stoppen, maar het verschil met Japan was dat het zeer ruime monetaire beleid uitermate stimulerend bleek voor de consumentenbestedingen en tezamen met de begrotingstekorten van de regering Bush werd hiermee de vraaguitval van het bedrijfsleven meer dan gecompenseerd. Hoewel het ruime monetaire beleid een economische neergang kon voorkomen, leidde ook hier de combinatie van een ruim monetair beleid en de verminderde financieringsvraag van bedrijven de afgelopen jaren tot fors lagere rentes. De verminderde financieringsvraag leidde direct tot een opdrogende uitgifte van bedrijfsobligaties, maar indirect ook tot een omvangrijke verschuiving bij het Amerikaanse bankwezen, namelijk van het verlenen van bedrijfskredieten naar beleggingen in obligaties. Anderzijds namen de financiële tegoeden van bedrijven toe, waarvoor dan een profijtelijke aanwending werd gezocht. De lage financieringsrente zorgde voor een ruime liquiditeit bij marktpartijen die bij lage rendementen op zoek gingen naar beter renderende beleggingen. Hoewel de 'financing gap' bij bedrijven onverminderd voortduurt, is de achterliggende reden veranderd. Zoals hierboven beschreven was die aanvankelijk het gevolg van de investeringsstop die nodig was om de acuut benodigde balanssanering te kunnen realiseren. Deze balansverbetering werd, anders dan in Japan, vrij snel gerealiseerd doordat bedrijven drastisch sneden in hun kosten en tevens door een op peil blijvende afzetvraag. Door de spectaculaire stijging van de winstgevendheid en de verbeterde solvabiliteit daalden de kredietrisicopremies en verdween de noodzaak om de investeringsplannen op een laag pitje te zetten. De afgelopen jaren zien we dan ook een forse groei van de bedrijfsinvesteringen, maar deze blijft echter achter bij de spectaculaire winsttoename, waardoor de 'financing gap' per saldo nauwelijks is verminderd.

Vooruitblik

De reden waarom bedrijven minder investeren dan op basis van de winstgevendheid zou mogen worden verwacht, is cruciaal voor de verdere ontwikkeling van de 'financing gap' en daarmee het rentebelooft. Een veelgehoorde verklaring is dat de relatief lage capaciteitsbenuttingsgraad – een erfenis van de investeringsboom tijdens de internetbubble – bedrijven de afgelopen jaren afwachtend heeft gemaakt. Een andere verklaring is dat investeringen met vertraging zouden reageren op de winstgevendheid. In beide gevallen zou bij voortdurende van het huidige tempo van de wereldgroei de investeringsbereidheid verder toenemen en de 'financing gap' gedicht worden en zal de rente verder oplopen. Indien de reden echter ligt in een verminderde investeringsbereidheid in het Westen vanwege het overweldigende concurrentievoordeel van Aziatische productie, of in een sectorale onbalans – hoge winstgevendheid in sectoren waar de investeringsmogelijkheden achterblijven, bijvoorbeeld de oliesector en de financiële sector – dan zou de positieve 'financing gap' wel eens een meer permanent karakter kunnen aannemen. In dat geval zullen we moeten leren wennen aan lage rentes, vergelijkbaar aan die in de jaren zestig toen bedrijven eveneens nettospaarders waren.

LITERATUUR

IMF (2006) *World Economic Outlook*, April. Washington DC:

Internationaal Monetair Fonds

Koo, R.C. (2003) *Balance sheet recession*. Singapore: John Wiley and Sons.

