

Laag, lager, negatief:
de onstuitbare val van
de rentevoeten

Thema-analyse
Belfius Research Februari 2016

→ Inleiding

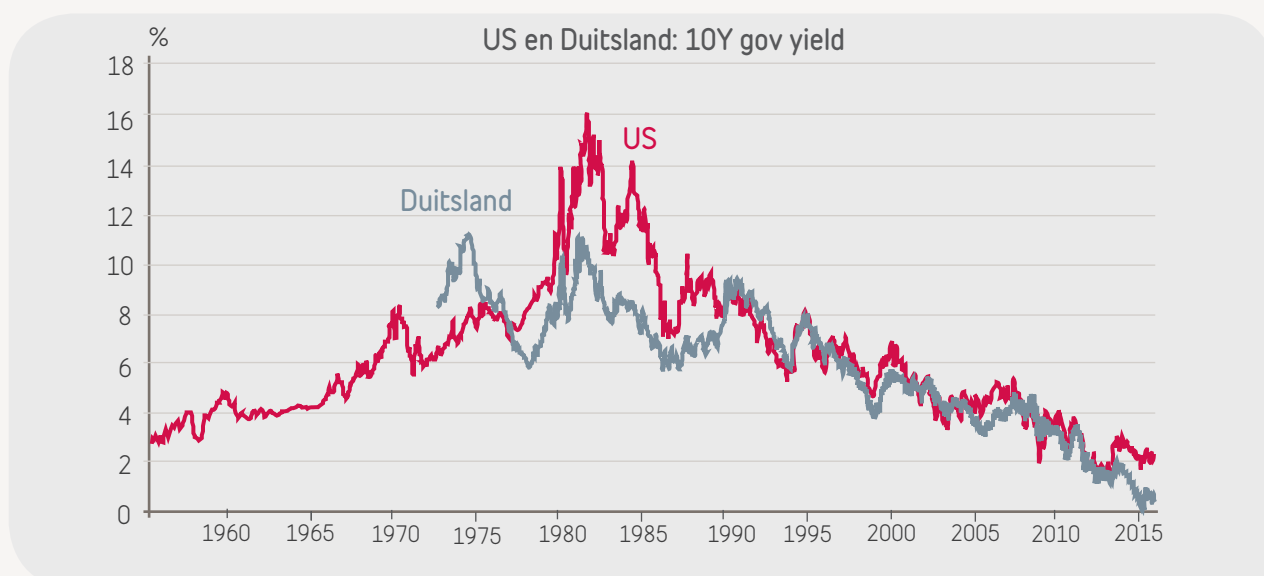
De rente staat op een historisch laag niveau. Voor een 10-jarig krediet betaalt de Belgische Staat momenteel minder dan 1 % en depositoboekjes geven een rendement van een paar tienden van een procent. Vele rentevoeten zijn zelfs negatief: een Euribor 3 maanden staat negatief op -0.13 % en je moet al tot een looptijd van 9 maanden gaan om nog een positieve Euribor rente te vinden. Wanneer we deze renteniveaus vergelijken met de reële economische groei en met de inflatieverwachtingen, want rente is per slot van rekening een vergoeding voor het uitstellen van consumptie, dan verwachten we eerder langetermijnrenteniveaus van rond de 3.5 % (1.5 % groei en 2 % inflatie), terwijl de kortetermijnrente rond de 1.5 % (1.5 % groei en 0 % inflatie) zou moeten fluctueren. Waar komt deze lage rente dan vandaan?

Een lage rente stond al in de sterren geschreven

Eigenlijk is de rente al decennia lang aan het dalen, en dit niet alleen in Europa maar in heel de Westerse wereld. **Een lage rente is met andere woorden niet echt een grote verrassing, maar lag in de lijn van de verwachtingen.** De onderstaande grafiek illustreert dit mooi. Ze toont de rente op 10-jarige overheidsobligaties in de VS en in Duitsland, die de twee referentielanden zijn in de financiële markt. Voor de VS hebben we al

waarnemingen vanaf 1955, voor Duitsland begint de historiek vanaf 1972. Opvallend: na de rentepieken in de jaren '80 daalt de rente systematisch vanaf de jaren '90. Er zijn weliswaar nog periodes van rentestijging, maar deze worden na een paar jaar afgebroken waarna de rente zijn gestage daling verder zet.

Grafiek 1: rendement op overheidsobligaties op 10 jaar



• Waarom daalt de rente al zo lange tijd?

Er zijn drie factoren die de rentestand beïnvloeden, puur conjuncturele en tijdelijke factoren niet te na gesproken. Deze drie factoren zijn:

- de kredietpremie (vergoeding voor risico op bankroet)
- de inflatie en de inflatieverwachtingen (vergoeding voor verwacht koopkrachtverlies)
- de "reële" rente

De reële rente is gelijk aan de nominale rente min de inflatie(verwachtingen) wanneer de kredietpremie op nul wordt gezet.

De eerste factor, de kredietpremie, behandelen we niet in deze analyse. Het gaat hier immers over een premie voor de compensatie van faillissementsrisico. Deze premie wordt boven op de normale rentevergoeding gevraagd en varieert van bedrijf tot bedrijf en van ratingcategorie tot ratingcategorie. Momenteel staat ze niet abnormaal laag.

➔ Eerste verklarende factor: lage inflatie en inflatieverwachtingen

Er zijn twee redenen waarom inflatie de hoogte van de rentestand beïnvloedt:

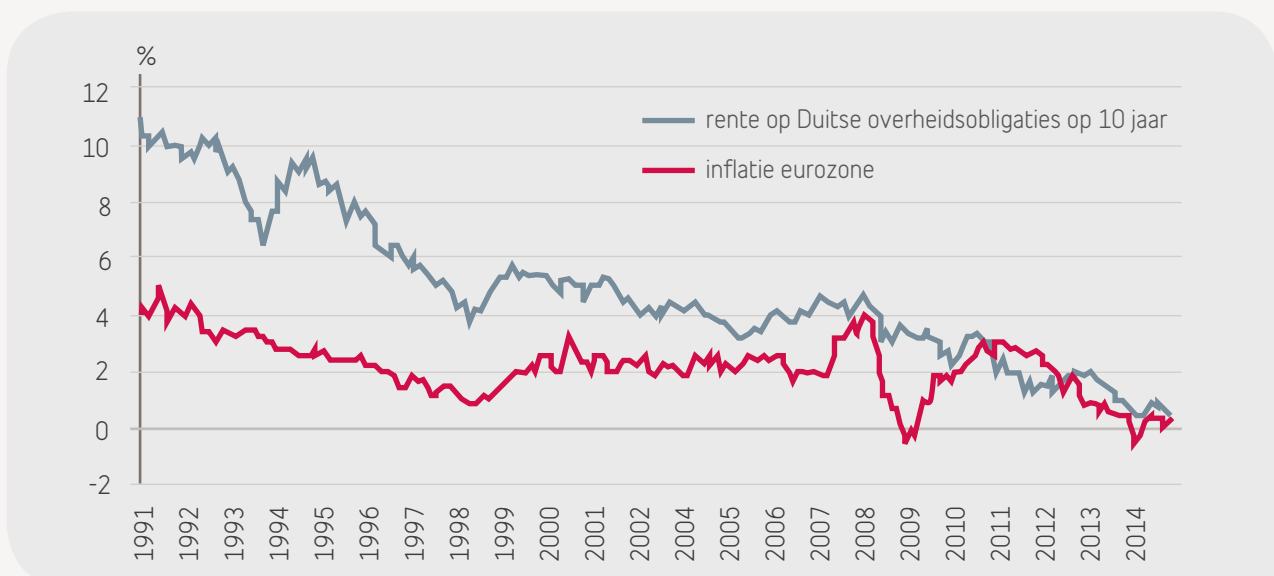
1. Rente is de vergoeding die je krijgt voor het opgeven van consumptie gedurende de looptijd van de belegging of investering. Het is dan ook logisch dat de vergoeding tegen het verwachte verlies aan koopkracht tijdens de beleggingsperiode, de inflatieverwachting dus, een belangrijke bepalende component is van de rentehoogte. Zijn deze inflatieverwachtingen systematisch gedaald de laatste 25 jaar en verklaren zij de uitzonderlijk lage rentestand? Zo ja, kunnen de inflatieverwachtingen dan terug gaan stijgen en daardoor de rente terug opwaarts duwen?

De gerealiseerde inflatie is een vertrekbasis om verwachtingen over toekomstige inflatie te formuleren.

Grafiek 2 toont aan dat de inflatie die geobserveerd werd inderdaad fundamenteel gedaald is sinds het begin van de jaren '90, maar dat ze sinds 2000 rond de 2 % fluctueert. De daling van de inflatie en van de inflatieverwachtingen is dus een reden voor de daling van de nominale rente. **Wanneer de inflatie dan vandaag zeer laag staat, is het ook logisch dat de rente op zich laag zal staan. Het verwachte koopkrachtverlies is kleiner, dus moet de vergoeding daarvoor ook kleiner zijn.**

Wat we echter ook observeren is dat de rente bijna altijd hoger ligt dan de inflatie en dat de rente sneller daalt dan de inflatie. De daling van de inflatie is dus slechts één factor voor de lage rentestand. Andere elementen spelen een rol. We komen verder op deze andere factor terug.

Grafiek 2: inflatie en rente



2. De tweede reden waarom inflatie de hoogte van de rentestand bepaalt, heeft te maken met het monetaire beleid. Sinds de jaren '80 voeren de Centrale Banken in de VS en Europa een strijd tegen de inflatie. Hoge inflatie belemmert immers economische groei want dat gaat samen met hoge onzekerheid en volatiliteit. Dit bemoeilijkt een goede inschatting van de rendabiliteit van toekomstige projecten waardoor uiteindelijk de investeringen afnemen en vervolgens ook de groei en de werkgelegenheid. Via inkrimping van de geldhoeveelheid en daardoor het optrekken van de kortetermijnrente werd de inflatie tijdens de jaren '90 uiteindelijk beteugeld. In grafiek 2 zien we de inflatie tijdens de jaren '90 trendmatig dalen om vervolgens rond de 2 % te stabiliseren. Tijdens de bankencrisis ontstaat dan wat volatiliteit, maar in de periode 2010-2012 stabiliseert de inflatie terug op zijn doelniveau. Sinds 2014 daalt de inflatie en ontstaat er zelfs een kortstondige periode van deflatie. De daling van de olieprijs en de naweeën van de eurocrisis vormen hiervoor een verklaring.

Deze recente periode van inflatiedalingen en deflatie lokte ook een sterke reactie van de ECB uit. Net zoals de ECB geen inflatie hoger dan 2 % - 3 % wil, wil ze ook geen inflatie die veel lager is dan 2 %. Dat wijst dan weer op een tekortschietende binnenlandse vraag waardoor de economie vertraagt. Daarenboven kunnen prijsdalingen tot uitstelgedrag leiden bij aankopen waardoor de economische groei nog verder vertraagd wordt. Als reactie op deze te lage inflatie heeft de ECB zijn geldmarktbeleid aangepast door de rente te verlagen en geld te creëren. Het doel van dit geldbeleid is enerzijds de consument aan het consumeren te krijgen (door sparen onaantrekkelijk maken) en anderzijds de financiële instellingen te duwen naar

het geven van meer leningen aan bedrijven. Concreet voert ze dit beleid, de zogenaamde Quantitative Easing (QE), uit via verschillende kanalen:

- de verlaging van de beleidsrente eerst tot -0.2 % en sinds december 2015 tot -0.3 % (negatieve rente);
- de opzet van een groot en langdurig koopprogramma voor langetermijnobligaties. In december 2015 werd het aankoopprogramma verlengd tot in 2017.

Als reactie op de te lage inflatie heeft de ECB zijn geldmarktbeleid aangepast door de rente te verlagen en geld te creëren.

Door het negatief maken van de beleidsdepositorente trekt de ECB alle rentevoeten mee naar beneden en worden de meeste kortetermijnrentevoeten ook negatief. De langetermijnrentevoeten worden dan weer naar beneden gedruwd door het grote en langdurige aankoopprogramma. De ECB koopt immers elke maand voor meer dan 45 miljard euro aan overheidsobligaties en creëert zo een uitzonderlijke grote vraag naar overheidsobligaties. In een dergelijke situatie kan de prijs van obligaties alleen maar stijgen, maar als de prijs stijgt dan daalt de rente. Aangezien het aankoopprogramma tot in 2017 zal blijven lopen, blijft er dus een aanhoudende neerwaartse druk op de langetermijnrente van overheidsobligaties en blijven de kortetermijnrentevoeten in de markten negatief.

→ Tweede verklarende factor: de reële rente en de reële economie

Inflatieverwachtingen en het geldbeleid van de ECB spelen een grote rol bij de lage en negatieve rente in Europa, maar de daling van de rente hield aan ook wanneer inflatie en inflatieverwachtingen stabiel bleven. Zoals we al eerder opmerkten is er dus nog een andere factor in het spel die de rente evenzeer lager duwt. Deze factor is de dalende reële rente, en impliciet daarachter de dalende reële groei.

Dit houdt verband met wat men “Secular Stagnation” noemt: een overschot aan spaargeld en een gebrek aan economisch zinvolle investeringsmogelijkheden waardoor de reële rente negatief wordt. Wat dit spaaroverschot en de vertraging van de economische groei precies veroorzaakt, is nog het voorwerp van debat. Verschillende hypothesen worden naar voren geschoven. Een manier om wat structuur in al deze mogelijke verklaringen te brengen is door ze in twee kampen op te delen.

In het eerste kamp vinden we alle factoren die tot een stijging van het spaargeld en een grotere vraag naar veilige beleggingen leiden. Tot deze factoren behoren de mondiale demografische evolutie en de vergrijzing in de Westerse landen, waar een groot deel van de actieve bevolking bewust spaart om na de pensionering zijn levensstandaard op niveau te kunnen houden. Dit extra spaargeld zal dan ook in relatief veilige beleggingen geïnvesteerd worden. Ook de beginnende rijkdom in de groeielanden leidt tot een behoorlijk grote stijging van het wereldwijde spaarvermogen. Veel van dat kapitaal werd en wordt in Westerse activa belegd. Kortom: beide elementen zorgen voor een grote vraag

naar relatief veilige beleggingsvormen waardoor de prijs van deze veilige beleggingen stijgt en waardoor het rendement op deze activa daalt.

“Secular Stagnation”: een overschot aan spaargeld en een gebrek aan economisch zinvolle investeringsmogelijkheden waardoor de reële rente negatief wordt.

In het tweede kamp vinden we de factoren die leiden tot een groei van het aanbod van beleggingen die trager is dan de groei van de vraag naar beleggingen. De systematisch lagere groei en de lage investeringsgraad horen hier zeker thuis. Deze zwakkere economische groeivoeten en lagere investeringen worden op hun beurt dan weer veroorzaakt door een lagere productiviteitsgroei, een mindere bevolkingsaangroei en het relatief goedkoop worden van investeringsgoederen ten overstaan van consumptiegoederen. Mogelijkerwijze speelt ook een lagere kapitaalintensiteit van de nieuwe digitale industrieën hierbij een rol.

→ Besluit

De rente staat historisch laag. Op zich mag dat eigenlijk geen verrassing zijn want een aantal fundamentele factoren duwt de nominale rente reeds een paar decennia lager. Bij deze fundamentele factoren horen de toegenomen mondiale hoeveelheid spaargeld en een mondiale investeringsvraag die de stijging van het spaargeld niet kan volgen. Een vertraagde groei in de Westerse landen, met een mindere noodzaak aan kapitaalvorming, moet in deze context ook vermeld worden.

Een tweede belangrijke factor die de rente zo laag duwt, is het beleid van de Centrale Banken. Door hun beleid consequent en succesvol op elkaar af te stemmen drukten ze de inflatie neerwaarts. Het resultaat was dat de vergoeding voor het uitstellen van consumptie lager werd ingeschat en dat de nominale rente daalde.

Vooraf na de eurocrisis van 2011 zakte de inflatie in Europa fors en versoepelde de ECB zijn monetair beleid. De QE zorgde voor een negatieve beleidsdepositorente op korte termijn en de massale aankoopprogramma's verlaagden het rendement op de langetermijnoverheidsobligaties fors. Aangezien de algemene rentestand in Europa al zo laag was, werd daardoor in 2015 een groot deel van de rentecurve (en zeker de korte looptijden) negatief. En dat was onverwacht.

We moeten ervan uitgaan dat in 2016 de langetermijnrente laag blijft (<2 %) en dat de kortetermijnrentes onder nul zullen blijven noteren, omdat de structurele factoren (reële rente) hiervoor nog altijd aanwezig zijn en omdat de ECB er momenteel niet echt in slaagt om de inflatie in de buurt van zijn 2 %-doel te krijgen.

Deze studie werd gerealiseerd door
Belfius Research : Geert Gielens
Pachecolaan 44 - 1000 Brussel

Bijkomende informatie:
Directie Research - Tel.: 02 222 56 10