

Rentevooruitzichten 2011

*Prof. Dr. Jacques J. Sijben **

Actuele situatie

Terugblikkend kan thans worden opgemerkt dat de expansieve monetaire en budgettaire politiek volgens de Keynesiaanse leer, die sinds het begin van 2009 wereldwijd is doorgevoerd, succesvol is geweest. Na een forse krimp in de Westerse landen is sinds het najaar van 2009 een einde gekomen aan de diepe recessie en is het economisch herstel weer op gang gekomen. Dit is echter gezien de macro-economische onzekerheden nog steeds wankel van aard. In de Economic Outlook van oktober 2010 gaat het IMF voor 2011 uit van een groei van 2,3% in de Verenigde Staten, 1,5% in de Eurozone, 1,5% in Japan en 9,6% in China. Het Fonds wijst er echter op dat, *"The time has come to ask when and how these powerful measures can be phased out"*. Kortom, de genoemde impulsen zullen eens moeten worden afgebouwd, zodat "de patiënt weer op eigen benen kan staan".

Het is evident dat het tijdstip van deze *"exit-strategie"*, het wijzigen van de beleidskoers van centrale banken en overheden, zeer bepalend zal zijn voor de toekomstige ontwikkeling van zowel de korte als de lange rentevoet op de korte en middellange termijn.

Determinanten van de rente

In de economische wetenschap wordt ervan uitgegaan dat de **nominale lange rente** door een aantal factoren wordt bepaald. In de eerste plaats door de omvang van besparingen en investeringen in de economie. In dit verband is het duidelijk dat de tijdens de crisis fors gestegen *overheidstekorten* en staatsschulden een opwaartse druk op de lange rente zullen uitoefenen (beroep op de kapitaalmarkt). Vervolgens is ook de *risico-perceptie* van de belegger (psychologie) van belang. Deze komt tot uitdrukking in een gewenste risicopremie, zoals deze zich thans manifesteert in de rente-opslag op het overheidspapier van de zwakke landen in het eurogebied. Deze risico-perceptie beweegt mee met de conjunctuur. Tijdens de

* Professor Sijben is emeritus hoogleraar Monetaire Economie aan de universiteit van Tilburg en nog steeds als docent verbonden aan de Tias Nimbas Business School

economische krimp in 2009 domineerden het pessimisme en de risico-afkeer bij beleggers en werd gekozen voor veilige staatsobligaties van sterke landen. Dientengevolge is de rente op 10-jaars overheidspapier in de Verenigde Staten en Nederland in 2010 gedaald tot het historisch laag niveau van 2,5%.

Daarnaast spelen de *inflatieverwachtingen* een kritische rol, aangezien de belegger een compensatie eist voor een toekomstige daling van de koopkracht van het geld. In dit verband is de geloofwaardigheid van de politiek onafhankelijke Centrale Bank van groot belang. Immers, door het consistent vasthouden aan een anti-inflatiebeleid, zal een verankering van lage en stabiele inflatieverwachtingen ontstaan en zullen loon-prijsspiralen tot het verleden behoren. Terugblikkend kan worden vastgesteld dat door de overgang naar een streng en geloofwaardig anti-inflatiebeleid sinds de jaren tachtig (*inflation-targeting*), de lange rente zeer sterk is gedaald. In 1982 leende de Nederlandse overheid nog tegen 12³/₄% en thans tegen 3,3%.

Tenslotte wordt de lange rente ook door de *wisselkoersverwachtingen* bepaald. Naarmate de eigen valuta sterker is (hoge groei, gezonde overheidsfinanciën, etc.) zullen beleggers veeleer een appreciatie verwachten en deze inrijzen via een lagere rentevoet en omgekeerd. Het is evident dat in de huidige wereldeconomie, gekenmerkt door “global finance” en een sterke kapitaalmobiliteit, gesproken kan worden van een mondiale kapitaalmarktrentevoet. Recentelijk heeft de Wereldbank gewaarschuwd voor de omvangrijke geldstromen vanuit de Westerse landen (lage rentevoet) naar de hoger-renderende opkomende markten in Azië en Zuid-Amerika. Hierdoor kan in deze landen een oververhitting van de economie ontstaan met het gevaar van inflatie en zeepbellen (bubbles) op de financiële markten. Wanneer dit speculatief beleggingskapitaal weer plotseling snel terugkeert kan de mondiale financiële stabiliteit worden aangetast, zoals tijdens de Azië-crisis in 1997 het geval is geweest.

De **korte of geldmarktrente** daarentegen is het aandachtsgebied van de centrale bank. Zoals reeds is opgemerkt hebben de centrale banken na de periode van “*The Great Inflation*” in de jaren 70 het beleid drastisch gewijzigd en is de doelstelling van prijsstabiliteit centraal gesteld. Dit beleid is zeer succesvol geweest en heeft tevens geleid tot een sterke daling van de lange rente. Via een *geloofwaardigheidmechanisme* van het handhaven van lage inflatieverwachtingen

heeft de centrale bank op deze wijze *indirect* de lange rente beïnvloed. Volgens dit mechanisme zullen de marktverwachtingen zich gaan aanpassen aan het beleid van de centrale bank. Het moge duidelijk zijn dat de *communicatie* van de centrale bank met de financiële markten met betrekking tot het door haar te volgen toekomstig rentebeleid hierbij een cruciale rol speelt (managen van de marktverwachtingen).

Rentevooruitzichten

Bij het inschatten van de korte en lange rente voor dit en volgend jaar zal men terdege rekening moeten houden met het nog steeds kwetsbare economisch herstel in Amerika en Europa. Ik denk in dit verband aan de relatief hoge werkloosheid, de ontspoorde overheidsfinanciën, de zwakke huizenmarkt, de eurocrisis en de nog zwakke bancaire kredietbeschikbaarheid.

Naar mijn mening zal het herstel zich in 2011 in een gematigd tempo voortzetten (géén double-dip), tenzij zich nieuwe financiële schokken voordoen. In dit verband kan gedacht worden aan een verscherping van de euro-crisis (overheidsrisico stijgt) met negatieve gevolgen voor de krediet-exposure van de eurobanken. Hierdoor kan de kredietbeschikbaarheid weer sterk dalen en de reële economie schade toebrengen. De BIS spreekt in het laatste jaarverslag zelfs over een “heropleving van de kredietcrisis”. Het ruime monetaire beleid van de centrale banken zal voorlopig gecontinueerd worden, aangezien bij de relatief hoge werkloosheid (10%) en de negatieve “output-gap” (feitelijke minus potentiële productie) het inflatiegevaar nog niet optreedt. De inflatie kan wel oplopen door hogere voedsel- en energieprijzen, mede als gevolg van de robuuste groei in de opkomende markten in Azië en Zuid-Amerika. De inflatie in de oververhitte Chinese economie bedraagt thans 5,2%.

In de komende kwartalen zullen de centrale banken in de Westerse landen en in Japan wel kenbaar moeten maken, wanneer en in welk tempo zij de monetaire expansie zullen afbouwen (exit-strategie). Hierdoor wordt dan vroegtijdig voorkomen dat het opleven van inflatieverwachtingen en het op gang komen van een loonprijsspiraal gaan optreden. De monetaire beleidsmakers worden thans met een groot *dilemma* geconfronteerd. Als te snel een renteverhoging wordt ingezet zal het kwetsbare herstel kunnen worden afgezwakt, terwijl een verder uitstel van de

beleidswijziging het gevaar inhoudt dat de inflatieverwachtingen gaan oplopen. Inmiddels heeft Trichet in zijn toelichting op het rentebesluit van 13 januari reeds medegedeeld, dat de risico's van een oplopende inflatie zijn toegenomen en dat de ECB niet uitsluit de rente te verhogen als daartoe aanleiding bestaat. Tevens moet worden opgemerkt dat door het voortdurend opkopen van overheidspapier en andere activa door centrale banken de scheiding tussen het monetaire en budgettaire-beleid steeds meer is vervaagd. Dientengevolge kan de onafhankelijkheid van de centrale bank zeer wel in gevaar komen, waardoor de inflatie-tolerantie kan gaan toenemen.

Aangezien de Obama-regering een absolute prioriteit geeft aan het terugdringen van de hoge werkloosheid (9,4%) op de korte termijn, zal, afhankelijk van de economische situatie een *stapsgewijze renteverhoging* door de Federal Reserve pas op zijn *vroegst tegen het einde van dit jaar* plaatsvinden. De korte rente (0%-0,25%) zal zich dan gaan bewegen naar een meer evenwichtig en "normaal niveau" (2%-3%). Dit niveau wordt bereikt als zowel de inflatie-gap (feitelijke minus de inflatie-target) als de output-gap zijn weggewerkt. In dit verband is het van belang op te merken dat door de diepe recessie de potentiële groeivoet in de V.S. is gedaald, vanwege de stijging van de *langdurige werkloosheid*. Dientengevolge zal de output-gap door het herstel sneller verdwijnen, zodat de renteverhoging eerder moet worden doorgevoerd. Mocht onder omstandigheden de "*jobless recovery*" zich voortzetten, dan zal naar mijn mening de inflatie-tolerantie gaan toenemen. De politieke druk op de Fed kan dan worden opgevoerd om de beleidswijziging uit te stellen. Het inflatiegevaar neemt dan toe en de dollar zal afzwakken.

Het omvangrijke beroep van de Amerikaanse overheid op de kapitaalmarkt zal de komende jaren toenemen, waardoor de lange rente zal gaan stijgen. Hierbij ga ik ervan uit dat de financiering door China voorlopig nog voortduurt, waardoor de rentestijging wordt afgezwakt. De lange rente zal ook oplopen als bij een versterking van de groei beleggers er toe overgaan de tijdens de recessie opgebouwde (veilige) obligatie-portefeuille te verminderen ten gunste van aandelen. Onder die omstandigheden verwachten de beleggers ook dat de Fed het aankopen van overheidspapier etc. ... en dus het ruime monetaire beleid zal gaan reduceren, waardoor de beoogde daling van de lange rente wordt beëindigd. Bovendien is er altijd het gevaar aanwezig dat een deel van het budgettekort monetair wordt gefinancierd (*printing-the money press*), waardoor de inflatieverwachtingen stijgen.

Kortom: afhankelijk van het verdere verloop van het economisch herstel, zal er dit jaar nog sprake zijn van een stabiele korte rente, met een geleidelijk oplopende lange rente richting 4%-4,25% en een verdere stijging van beide rentevoeten in 2012.

Gezien het feit dat in *Europa* een *bezuinigingsbeleid* centraal staat teneinde, gezien de vergrijzing, de overheidsfinanciën op lange termijn weer gezond te maken, zal de groei afzwakken (1,5%) bij een relatief hoge werkloosheid. De ECB zal eveneens de korte rente van 1% voorlopig handhaven en de inflatie zal redelijk stabiel blijven. Maar ook hier geldt dat vroegtijdig moet worden aangegeven wanneer de monetaire expansie wordt afgebouwd (opmerking van Trichet 13 januari). Zolang de Eurocrisis voortduurt, zal de tweespalt in het Eurogebied aanhouden met een lange renteontwikkeling richting 4% en een substantiële “spread” op het overheidspapier in de periferielanden. Deze “spread” zal de rentelasten in deze landen verder opstuwten, zodat een reductie van het budgettekort dan onmogelijk wordt. Zolang de structurele hervormingen ter versterking van de economische groei en de opbouw van de noodzakelijke begrotingsdiscipline in de zwakke landen achterwege blijven, zal de Euro als een splijtzwam blijven fungeren en afzwakken. De aantasting van het vertrouwen in de munt zal dan de lange rente in de Eurozone verder verhogen. Een en ander leidt tot zéér onzekere verwachtingen ten aanzien van de toekomstige lange rente in Europa.

Tot slot moet worden opgemerkt dat vanwege de langdurige monetaire expansie sinds 2008, zowel in de V.S. als, in Europa en Japan de inflatie zich in de komende jaren zal gaan bewegen in de richting van 4%-5%, zodat de lange rente op termijn weer terugkeert naar een “normaal niveau” van 6%-7%. Deze ontwikkeling is echter afhankelijk van de noodzaak van een *“rebalancing of the world economy”*, aldus het IMF.