

De lage rente: trendommekeer in zicht?



Peter Vanden Houte, Chief economist, ING Belgium.

De centrale banken hebben de voorbije jaren de kortetermijnrentevoeten naar een historisch laag peil gebracht, soms zelfs in negatief territorium. Maar ook de langetermijnrente is in de meeste Westerse landen naar een zelden gezien niveau teruggevallen. Zonder echt een sterke opwaartse trend te verwachten, zou de cyclische heropleving toch gepaard moeten gaan met langzaam klimmende rentevoeten.

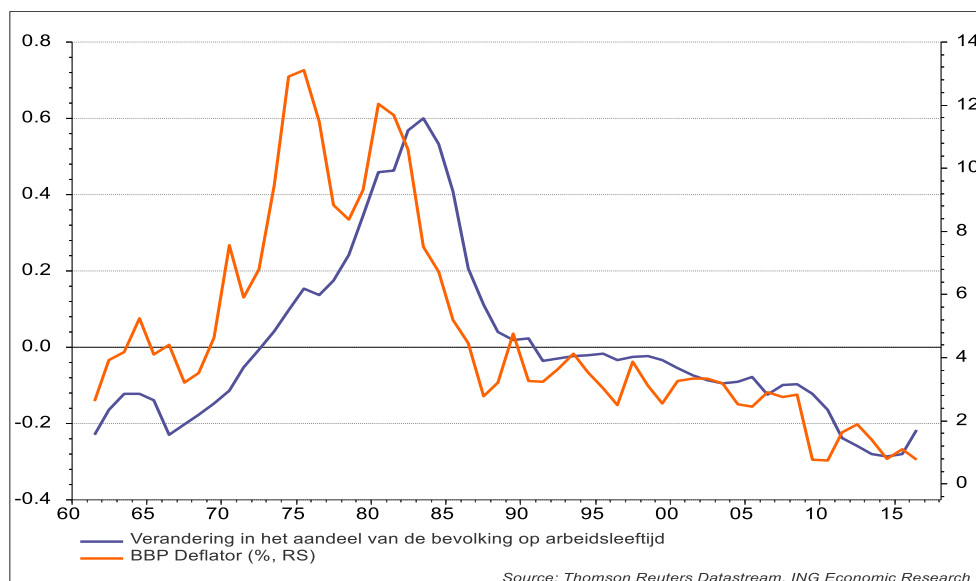
Wie had ooit kunnen denken dat de hele Duitse rentecurve tot en met de 10 jaar looptijd ooit negatief zou zijn? En toch was dit in de zomer van 2016 een beeld dat traders dagelijks op hun schermen zagen. Zowel de korte als de lange rente schommelden in de voorbije jaren rond het nulpunt. Sinds de “great moderation” vanaf het begin van de jaren 80 heeft de rente er een lange neerwaartse rit opzitten. Dat heeft o.a. te maken met een structurele daling van zowel de inflatie als de inflatieverwachtingen, een verwezenlijking die deels op het conto van de centrale banken mag worden geschreven. Zo schommelt de 10-jaar inflatieverwachting voor de VS in de enquête van de Professional Forecasters van de Federal Reserve van Philadelphia al bijna 20 jaar rond de 2,2 à 2,5%. Eenzelfde verhaal in de Eurozone, waar in de Professional Forecasters enquête van de ECB de lange-termijninflatieverwachting al sinds de start van de enquête dicht tegen de inflatiedoelstelling van de ECB aanleunt.

Naast de toegenomen geloofwaardigheid van de centrale banken zijn er een aantal belangrijke trends, die de structurele daling van de inflatie kunnen verklaren. De grotere openheid van de wereldeconomie, waarbij de toetreding van China tot de Wereldhandelsorganisatie een belangrijke rol heeft gespeeld, heeft zonder twijfel neerwaartse druk op de inflatie in het Westen gezet. De toevoeging van zoveel extra goedkope capaciteit zorgde voor bijkomende prijsconcurrentie.

Het is ook niet onwaarschijnlijk dat de vrees voor delocalisatie naar regio's met lagere arbeidskosten een factor is geweest die de lonen hier in toom heeft gehouden. Volgens sommige onderzoekers is de globale extra-capaciteit nu een belangrijkere determinant van inflatie, dan de toestand op de lokale arbeidsmarkt. Het lijkt onwaarschijnlijk dat dit effect al op zijn laatste benen zou lopen, tenzij een forse toename van protectionisme voor een minder concurrentiële omgeving zou zorgen.

Een ander element dat voor een sterkere potentiële concurrentie heeft gezorgd, is het toenemende belang van internetverkoop. De grotere prijstransparantie en de lagere kosten van de internetverkoopers hebben waarschijnlijk de prijsinflatie in de kleinhandel gefnuikt. Verschillende studies vinden een klein, maar persistent verband tussen de toenemende e-commerce en lagere inflatie. Lorenzani en Varga (2014) ramen voor de periode 2010-2025 een jaarlijkse neerwaartse druk van 0,1 procentpunt op de kleinhandelsprizen in de Europese Unie. Dit effect is bovendien nog niet volledig uitgewerkt, gezien de internetverkoop nog een belangrijk opwaarts potentieel heeft.

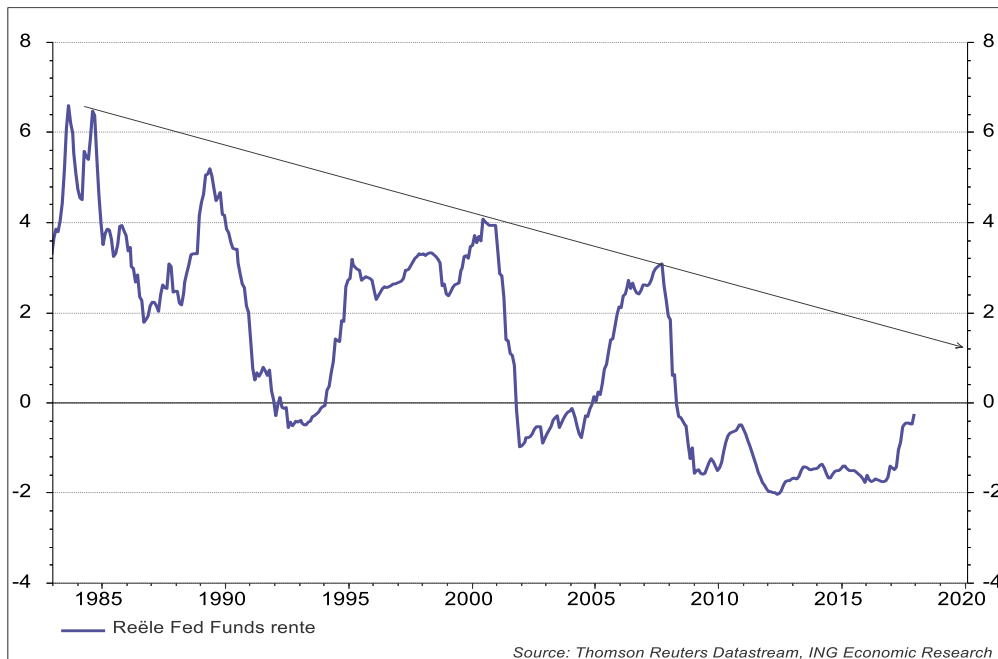
Een andere belangrijke factor, die als een rode draad doorheen het inflatie- en renteverhaal loopt, is de demografische ontwikkeling. Hoewel niet alle studies in dezelfde richting wijzen, lijkt de vergrijzing toch eerder een neerwaarts effect op de inflatie uit te oefenen. In een samenleving waar het aandeel van ouderen doorweegt, is er waarschijnlijk een preferentie voor lagere inflatie. Ouderen zijn immers meestal eerder crediteurs, vanwege het appeltje voor de dorst dat ze tijdens hun actieve carrière hebben opgebouwd, terwijl de jongere generatie doorgaans debiteurs zijn. Om de koopkracht van hun spaargeld niet te zien verdampen door hogere inflatie, zal de oudere generatie een grote voorkeur voor een lage inflatie vertonen (zie bv. Bullard e.a., 2012). Het is waarschijnlijk geen toeval dat Japan, waar de vergrijzing al het verst is gevorderd, al vele jaren een inflatie rond het nulpunt vertoont. Bobeica e.a. (2017) vinden een positief verband tussen inflatie en de groei van de bevolking op arbeidsleeftijd. De afname van deze laatste heeft de inflatie in de meeste Westerse landen naar beneden gedruwd (zie grafiek 1). Gezien de vergrijzing zich in de komende jaren zal verderzetten, lijkt het onwaarschijnlijk dat de eerder dalende inflatietrend significant zal worden gekeerd.



Grafiek 1: Demografische evoluties en inflatie in de Eurozone

Neutrale rente

Het is echter niet alleen de inflatiecomponent in de rente die in de voorbije decennia is afgenomen, ook de reële rente is structureel gedaald. Volgens Holston, Laubach en Williams (2016) is de natuurlijke of de neutrale reële rente (centrale bankrente die noch stimulerend, noch afremmend werkt) in de VS en Europa sinds de jaren 80 met ongeveer 3 procentpunt gedaald. Dit fenomeen van dalende neutrale (of natuurlijke) rentevoeten blijkt ook duidelijk als men de reële Fed Funds rente over de voorbije decennia analyseert (zie grafiek 2). Waar de Federal Reserve eind jaren 80 nog de reële rente tot meer dan 5% moest optrekken om een oververhitting van de economie tegen te gaan, was dat in 2006 al gedaald tot 3% en ligt dit niveau vandaag vermoedelijk nog lager.



Grafiek 2: Evolutie van de reële Fed Funds rente

Een lager eindpunt van de korte rente in de verstrakkingscyclus, gaat logischerwijze gepaard met een lagere langetermijnrente. Momenteel (december 2017) houdt het FOMC rekening met een nominale kortetermijnrente op lange termijn van 2,8% à 3,0%, een raming die de voorbije jaren is gedaald. Voor de Eurozone zou de nominale neutrale korte rente in de Eurozone volgens de berekeningen van Holston, Laubach en Williams momenteel rond de 1,0 à 1,5% schommelen, als we een inflatie van 1,5% à 2,0% incalculeren.

Met dat soort verwachting rond monetaire politiek in het achterhoofd, lijkt het vrij onwaarschijnlijk dat de langetermijnrente terug naar de niveaus van de jaren 90 evolueert, toen de 10-jaarrente in Duitsland gemiddeld 6,5% bedroeg.

Daling van de reële rente

Heel wat studies hebben getracht de determinanten van de daling van de reële langetermijnrente bloot te leggen. Rachel en Smith (2015) van de Bank of England publiceerden in dit verband een analyse die ongeveer 400 van de 450 basispunten daling van de globale reële langetermijnrente sinds 1980 kan verklaren. Ongeveer een vol procentpunt daling is te wijten aan neerwaartse bijstelling van de globale groeiperspectieven, een vaststelling die men zou kunnen verbinden aan de theorie dat de wereld door een periode van seculiere stagnatie gaat.

Naast deze groei-gerelateerde aandrijver van de reële rentedaling, kunnen een aantal factoren een relatieve verhoging van het aanbod van spaargeld t.o.v. investeringen (met als gevolg een lagere evenwichtsrente) verklaren. Zo zorgden de demografische ontwikkelingen voor een lagere afhankelijkheidsgraad (het percentage van jongeren en 65-plussers t.o.v. de bevolking op arbeidsleeftijd), wat de spaarquote deed toenemen. De gestegen ongelijkheid, die meer inkomen in de richting van het rijkste deel van de bevolking (met de hoogste spaarquote) duwde, zorgde ook voor een toenemende spaarcapaciteit. Een teveel aan spaargeld in de groeielanden (de “global savings glut” hypothese) werkte in dezelfde richting. Tenslotte viel de vraag naar kapitaal ook minder hoog uit, wat verder neerwaartse druk op de rente uitoefende. Dit was het gevolg van enerzijds minder overheidsinvesteringen, maar anderzijds beknotte de relatief dalende prijzen voor kapitaalgoederen ook de vraag naar kapitaal in nominale termen.

De vraag is in hoeverre deze structurele krachten in de komende jaren nog zullen spelen. Volgens Rachel en Smith is de neerwaartse druk op de evenwichtsrente nu wel achter de rug, maar moeten we in de komende 10 jaar ook niet veel hausse verwachten. De onderzoekers rekenen op een globale reële rente van ongeveer 1%, wat voor de Eurozone een langetermijnrente van minder dan 3% zou impliceren.

Een van de zwaarstwegende determinanten van de structurele rentedaling is de afhankelijkheidsratio. Op dat vlak zijn Goodhart en Pradhan (2017) er iets minder gerust in dat deze factor de rente in de komende jaren laag zal houden. De afhankelijkheidsratio begint in de meeste landen opnieuw te stijgen, wat tot lagere spaarquotes leidt. Tegelijkertijd denken de auteurs dat de investeringen minder zullen dalen, wat onvermijdelijk tot een hogere rente moet leiden. Daarbij wordt op een langetermijnrente van 4,5 à 5,0% gerekend tegen 2025. Deze stelling wordt bijgetreden door Paul Schmelzing (2017), die de globale reële rente over verschillende eeuwen bestudeerde. De gemiddelde reële lange rente over de voorbije 200 jaar bedroeg 2.6%, wat eveneens compatibel is met nominale rentes van 4,5% à 5,0%. Er zijn natuurlijk altijd periode waarbij de rente een stuk lager ligt, maar met een duur van 34 jaar is de huidige periode al het op één na langste tijdperk van lage rentes. Schmelzing waarschuwt ervoor dat in het verleden de rente-omkekeer steeds vrij brutaal was, met forse stijgingen in de eerste twee jaar.

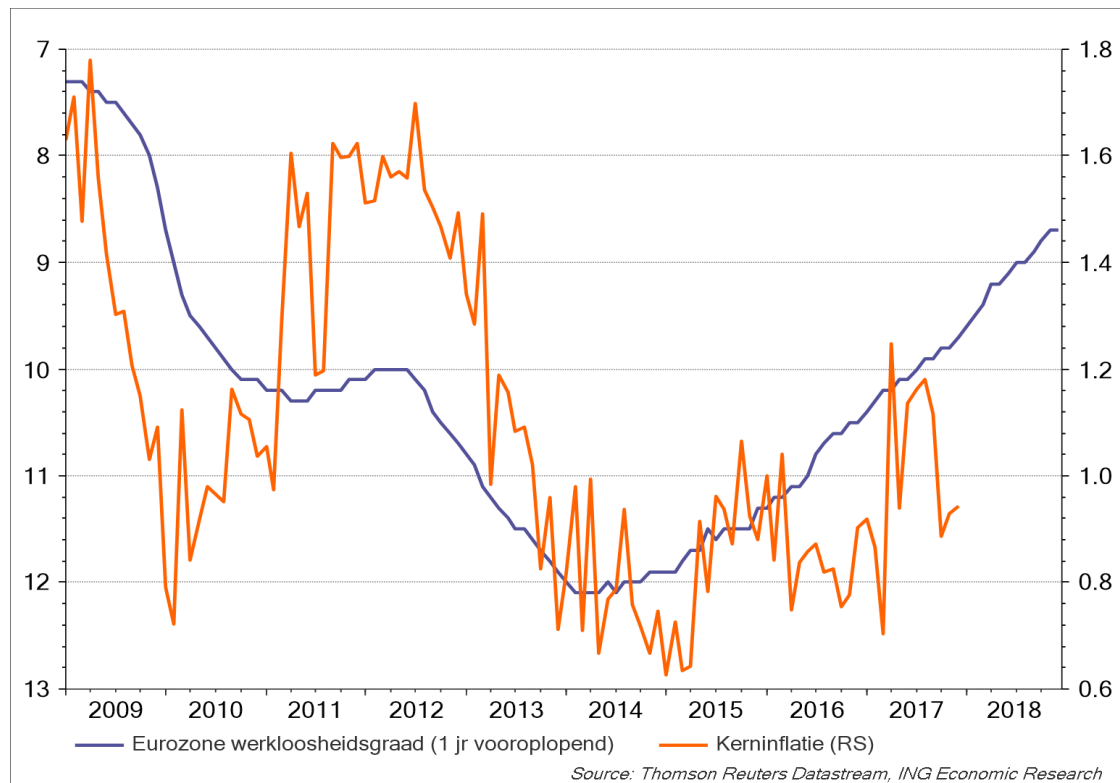


Maar rijmt deze analyse met de toestand in Japan, dat al een tijdje met de hogervermelde demografische uitdagingen worstelt, zonder dat er stijging van de reële rente werd vastgesteld? Goodhart en Pradhan schrijven dit echter toe aan het feit dat de demografische ontwikkelingen in Japan werden gecompenseerd door een meer gunstige evolutie elders, terwijl ook de Bank of Japan een belangrijke rol speelde in het onder de knoet houden van de langetermijnrente. In de toekomst zal de afhankelijkheidsratio op globaal vlak verslechteren, waardoor het moeilijker wordt om de rentestijging tegen te gaan. Het valt maar af te wachten of het zo'n vaart zal lopen. Het is immers best mogelijk dat de werkende bevolking minder vertrouwen krijgt in de toekomstige betaalbaarheid van de pensioenen en daardoor nog meer gaat sparen, waardoor de verwachte daling van het spaarvolume door de stijgende afhankelijkheidsratio enigszins wordt getemperd.

Sterkere conjunctuur

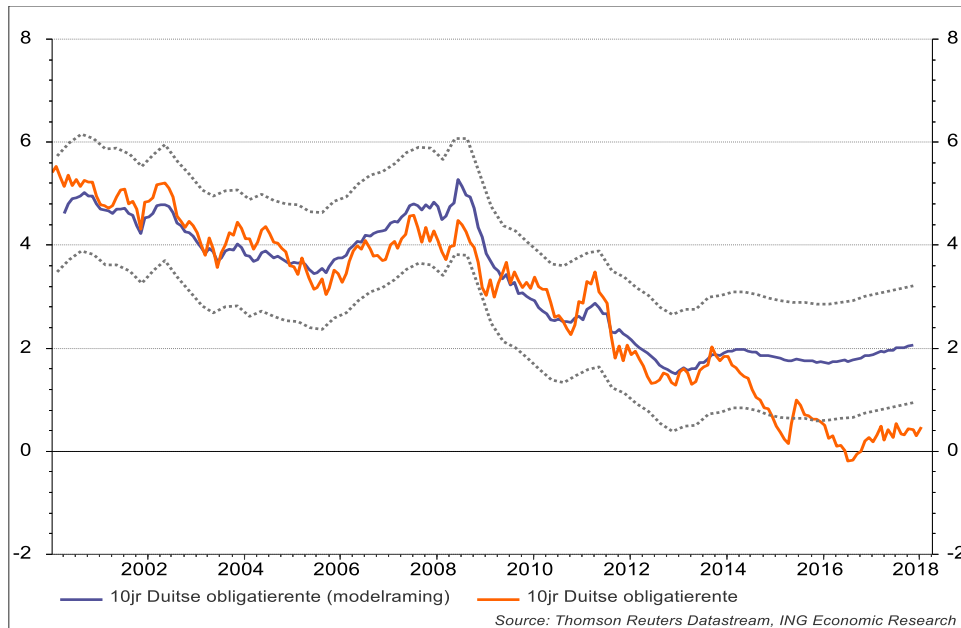
Het moet gezegd dat de meeste economen de voorbije jaren zowat ieder jaar een hogere langetermijnrente voorspelden, terwijl de rente uiterst laag gebleven is. In deze analyses spelen conjunctuurfactoren een belangrijke rol en de daarmee gepaard gaande monetaire politiek van de centrale banken. Een van de grote mysteries van de huidige expansie is de afwezigheid van inflatoire spanningen, zeker in landen zoals de VS, waar de conjunctuurencyclus al ver gevorderd is. Zo lijkt de Phillips-curve een stuk vlakker geworden (o.m. door de internationale concurrentie), waardoor een daling van de werkloosheid minder snel tot een inflatie-opstoot leidt. Vermoedelijk heeft dit ook te maken met het feit dat de participatiegraad in heel wat Westerse landen tijdens de crisis is gedaald, waardoor er in feite meer extra capaciteit op de arbeidsmarkt is dan het werkloosheidscijfer suggereert.

Dit alles betekent geenszins dat de conjunctuurencyclus dood is en dat de inflatie eeuwig laag zal blijven. In de VS zien we dat arbeidsreserve geleidelijk aan opdroogt, waardoor het dieptepunt van de inflatie nu wel echt achter ons ligt. In die zin is het niet verwonderlijk dat de Federal Reserve opnieuw meerdere renteverhogingen plant in 2018 en geleidelijk haar obligatieportefeuille verder afbouwt. De fiscale stimulus en de daarmee gepaard gaande stijging van het begrotingstekort is ook een factor die de langetermijnrente naar hogere regionen kan stuwten.



Grafiek 3: Werkloosheidsgraad en kerninflatie in de Eurozone

Voor de Eurozone is dit minder evident. De inflatie is er nog altijd laag en op basis van de arbeidsmarktontwikkelingen denken we dat de kerninflatie in 2018 een half procentpunt kan stijgen tot 1,5%, wat nog altijd beduidend onder de doelstelling van de ECB uitkomt. Een kortetermijnrenteverhoging dit jaar lijkt dan ook vrij onwaarschijnlijk en we zien een eerste renteverhoging vermoedelijk pas in het tweede kwartaal van 2019. De geldmarktrente die door de combinatie van een excessieve liquiditeit en een negatieve rente op de depositofaciliteit bij de ECB al een tijdje in negatief territorium zit, zal waarschijnlijk tot midden 2019 negatief blijven.



Grafiek 4: Duitse langetermijnrente: ECB heeft de lange rente naar beneden geduwd

De verwachting van een blijvend eerder lage korte rente, is een natuurlijke rem op een stijging van de langetermijnrente. Anderzijds is de Europese langetermijnrente artificeel laag door de voortdurende obligatie-aankopen van de ECB. De verwachting is dan ook dat wanneer de ECB in eerste instantie netto niet langer obligaties zal bijkopen en in een later stadium zelfs haar obligatieportefeuille zal afbouwen, dit een significant effect op de rente zal hebben. Een eenvoudig ING-model voor de Duitse 10-jaarrente, op basis van de reële groei, de inflatie en de korte rente, komt uit op een modelwaarde van 2.05% begin 2018 (in realiteit bedroeg de lange rente ongeveer 0,7% begin februari). Rekening houdend met standaardfouten, zou de Duitse lange rente toch minstens 0.95% moeten bedragen op basis van de onderliggende fundamentals. Het feit dat we daaronder zitten, is toe te schrijven aan de kwantitatieve versoepeling door de ECB. Nu de financiële markten erop rekenen dat dit programma ten laatste op het einde van 2018 zal afgelopen zijn, is het niet onlogisch dat er in de loop van dit jaar wat winstnemingen komen, met een opwaartse rentedruk tot gevolg. Dit effect zou zich in 2019 moeten doorzetten.



Besluit

Oud-IMF-hoofdeconoom Kenneth Rogoff stelde tijdens het World Economic Forum in Davos dat niemand precies kan verklaren waarom de rente wereldwijd zo snel is gezakt, waardoor het ook niet verrassend zou zijn indien ze plots weer snel zou stijgen, al schatte hij dat risico voor 2018 nog eerder laag in.

Dat er een aantal cyclische factoren de lange rente dit jaar hoger kunnen duwen, lijkt buiten kijf te staan. Hoe ver een mogelijke rentestijging zich in de komende jaren zal doorzetten, is een ander paar mouwen. Er zijn weinig redenen om een inflatoire boom in het vooruitzicht te stellen. En hoewel een aantal structurele factoren de reële rente in de komende jaren wat hoger kunnen tillen, moet dat effect ons inziens ook niet te hoog worden ingeschat. De voorbije jaren waren misschien een anomalie door de artificiële neerwaartse rentedruk die van de kwantitatieve versoepeling van de centrale banken uitging. Maar dat hoeft niet te betekenen dat we terugkeren naar het niveau van de rentevoeten van de jaren 90. Hoewel rentevoorspellingen op lange termijn per definitie koffiedik kijken blijft, vermoeden we dat de Duitse 10-jaarrente, de benchmark voor Europa, binnen 5 jaar nog altijd maar tussen de 2% en 3% zal uitkomen.

Referenties

Bobeica, E., Lis, E., Nickel, C. and Sun, Y. (2017), "Demographics and inflation: the puzzles that aren't", Working Paper Series, No 2006, European Central Bank, January.

Bullard, J., Garriga, C. and Waller, C.J. (2012), "Demographics, redistribution and optimal inflation, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 94, No 6, November/December, pp. 419-39.

Goodhart, C. and Pradhan, M. (2017), "Demographics will reverse three multi-decade global trends", BIS Working Papers, No 656, Bank for International Settlements, August.

Holston, K., Laubach, T. and Williams, J.C. (2016), "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants", Working Paper Series, 2016-11, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Lorenzani, D. and Varga, J. (2014), "The economic impact of digital structural reforms, Economic Papers, No 529, European Commission, September.

Rachel, L. and Smith, T.D. (2015), "Secular drivers of the global real interest rate", Staff Working Paper, N° 571, Bank of England.

Schmelzing, P. (2017), "Eight centuries of the risk-free rate: bond market reversals from the Venetians to the 'VaR shock', Staff Working Paper No. 686, Bank of England, October.