

PERSCOMMUNIQUÉ

De afvlakking van de rendementscurve: oorzaken en gevolgen voor het economische beleid

(Artikel gepubliceerd in het Economisch Tijdschrift van juni 2007)

De risicoloze-rendementscurve, dat is de grafische voorstelling van het verband tussen de rente en de resterende looptijd van de staatsobligaties, vormt een belangrijke bron van informatie voor de centrale banken. Zo wordt de helling van de rendementscurve – gemeten als het verschil tussen de lange- en de kortetermijnrente – traditioneel beschouwd als een relatief betrouwbare vooruitlopende indicator van de economische activiteit. Een inkrimping van het renteverskil wordt immers gewoonlijk na enkele kwartalen gevolgd door een sterke economische vertraging, terwijl een stijging doorgaans gepaard gaat met een versnelling van de economische groei. Bovendien verstreken de langetermijnrendementen aanwijzingen over de inflatieverwachtingen op de lange termijn en zodoende over de geloofwaardigheid van het monetaire beleid.

Sinds medio 2004 is de rendementscurve aanzienlijk afgevlakt in het eurogebied maar ook in de Verenigde Staten, waar zelfs een lichte inversie merkbaar is sedert medio 2006, wat derhalve tal van vragen doet rijzen omtrent de toekomstige economische ontwikkeling en, in mindere mate, over de inflatieverwachtingen. Dit artikel onderzoekt de oorzaken van die afvlakking alsook de gevolgen ervan op de kwaliteit van de signalen die worden gegeven door, enerzijds, de rendementscurve als vooruitlopende indicator van de conjunctuur en, anderzijds, de langetermijnrente als maatstaf voor de inflatieverwachtingen van de economische subjecten.

Uit de analyse bleek dat dit verschijnsel, naast de monetaire-beleidsverkrapping, voortvloeit uit een aanzienlijke daling van de risicopremie en in het bijzonder van de reële component ervan tijdens de periode van medio 2004 tot medio 2005. De analyse geeft bovendien aan dat die inkrimping van de risicopremie voornamelijk werd veroorzaakt door een forse vraag naar overheidsobligaties vanwege atypische beleggers en inzonderheid vanwege de Aziatische centrale banken en de pensioenfondsen. Die beleggers, en vooral de Aziatische centrale banken, gaven de voorkeur aan het aanhouden van Amerikaanse effecten. Door de toenemende integratie van de financiële markten hadden die factoren echter ook een weerslag in het eurogebied.

Aangezien de daling van de risicopremie met betrekking tot de inflatie slechts in beperkte mate bijdraagt tot de inkrimping van de totale risicopremie, komt de betrouwbaarheid van de «*break-even*»-inflatie als indicator van de inflatieverwachtingen niet sterk beïnvloedt. De «*break-even*»-inflatie stemt overeen met het verschil tussen het rendement van een nominale obligatie en het reële rendement van een aan de inflatie geïndexeerde obligatie met vergelijkbare looptijd en emittent. Het bestaan van een weliswaar geringe in de «*break-even*»-inflatie vervatte inflatierisicopremie maakt die maatstaf echter onvolmaakt. Sinds 2004 schommelde de «*break-even*»-inflatie rond 2,1 pct., wat rekening houdend met die risicopremie overeenstemt met prijsstabiliteit, zoals die door de Raad van Bestuur van de ECB werd gedefinieerd. Die ontwikkeling wijst er dan ook op dat de Europese monetaire autoriteiten erin geslaagd zijn de inflatieverwachtingen stevig te verankeren.

Uit de analyse blijkt daarentegen dat de kwaliteit van de rentecurve als vooruitlopende conjunctuurindicator beïnvloed wordt door de inkrimping van de risicopremie. Precies omdat de afvlakking van de rendementscurve veeleer het gevolg is van een wijziging van de risicopremie dan van een herziening van de renteverwachtingen moet het huidige gedrag van de rentecurve niet worden geïnterpreteerd als een voorteken voor een uitgesproken vertraging van de economische activiteit. Na verscheidene kwartalen met een uitzonderlijke groei kan echter een terugkeer naar een duurzame groei worden verwacht. In de huidige context, gekenmerkt door aanzienlijke veranderingen van de risicopremie, is het dus van essentieel belang met die wijzigingen rekening te houden, wanneer de rendementscurve wordt gehanteerd als een vooruitlopende indicator voor de economische activiteit.

Ten slotte kan de afvlakking van de rendementscurve ook meer rechtstreekse gevolgen hebben voor de monetaire-beleidsvoering. In het algemeen gaat de vermindering van de risicopremie gepaard met een versoepeling van de financiële voorwaarden, die de geaggregeerde vraag stimuleert. Een dergelijke situatie kan dus inflatoire druk met zich brengen. Bijgevolg is een grotere waakzaamheid van de monetaire autoriteiten geboden om de prijsstabiliteit op de middellange termijn te waarborgen. Die grotere waakzaamheid is des te meer aangewezen indien de daling van de risicopremie niet het gevolg is van het verloop van de macro-economische fundamentals. In het laatste geval rijst ook het gevaar voor een eventuele opwaartse correctie van de langlopende rente. Het moet evenwel ook worden aangestipt dat de vraag vanwege de atypische beleggers thans structureler lijkt dan die als gevolg van de « vlucht naar kwaliteit » die ten grondslag lag aan de vermindering van de risicopremie in de periode 1997-1998. De daling van de risicopremie die plaatsvond tussen juni 2004 en juni 2005 lijkt dus persistenter te zijn dan die welke werd opgetekend tussen medio 1997 en eind 1998.