

Oorzaken en implicaties van een lage risicoloze rente

J. Boeckx
N. Cordemans
M. Dossche (*)

Inleiding

De risicoloze rente, dat is de rente die wordt toegepast op activa met een minimaal kredietrisico, is tijdens de afgelopen jaren in de meeste geavanceerde economieën tot een historisch laag peil gezakt. Deze rente heeft echter een heel specifieke betekenis, in de zin dat ze de basis vormt voor de bepaling van de andere rentes en bijgevolg de financieringsvoorwaarden in de economie als geheel beïnvloedt. In dit artikel wordt ingegaan op de oorzaken en de implicaties van een economische omgeving die wordt gekenmerkt door een zeer lage risicoloze rente; de focus wordt daarbij gelegd op de langetermijnrente.

Het eerste hoofdstuk biedt, vanuit een historisch perspectief, een overzicht van het huidig niveau van de risicoloze rentes. In het tweede hoofdstuk wordt een analytisch kader van de determinanten van de rente voorgesteld. Aan de hand van dit kader worden in het derde hoofdstuk de belangrijkste factoren achter het verloop van de risicoloze rentes in de Verenigde Staten en in het eurogebied sedert 1990 bestudeerd. Het vierde hoofdstuk beschrijft de manier waarop een accommoderende monetairbeleidsoriëntatie bijdraagt tot de macro-economische stabiliteit en bijgevolg tot de prijsstabiliteit, maar ook de daarmee gepaard gaande risico's inzake financiële stabiliteit. Het vijfde hoofdstuk illustreert meer specifiek de problemen die de lage rentestand over een lange periode kan

meebrengen voor de verzekeringssector en de pensioenfondsen, alsook de risico's in verband met een abrupte stijging van de rentes.

1. Het rentepeil: een historisch perspectief

Hoewel in werkelijkheid risicoloze activa enkel in theorie bestaan, worden in de praktijk de overheidsobligaties van hoge kwaliteit als dusdanig bestempeld⁽¹⁾ omdat de waarschijnlijkheid dat de overheid in gebreke blijft, als zeer gering wordt beschouwd. Dit komt meer bepaald doordat een staat – in tegenstelling tot een onderneming – belastingen kan heffen om zijn schulden terug te betalen. Hoewel deze praktijk vandaag de dag in de geavanceerde economieën grotendeels verboden of veroordeeld wordt, kan een staat die leent in een valuta waarvoor hij over het emissierecht beschikt, bovendien steeds gebruik maken van de 'geldpers' teneinde niet in gebreke te blijven. Hier wordt de risicoloze lange rente beschouwd van de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk aangezien de statistische gegevens voor deze landen over een lange periode beschikbaar zijn. De voorgestelde reeksen bestaan uit verschillende rentes, meestal overheidsrentes, die zodanig zijn samengesteld dat er voor elk land een synthetische reeks van risicoloze financieringskosten op lange termijn tot stand komt. Dankzij de vroegtijdige ontwikkeling van de markten voor vastrentende instrumenten in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk kon voor deze landen worden teruggegaan tot het jaar 1800. De Franse en de Duitse reeksen starten respectievelijk in 1901 en 1956.

(*) De auteurs danken M. Barba, D. Hendrickx en T. Schepens voor hun opmerkingen bij dit artikel.

(1) Andere rentes die als risicoloos kunnen worden beschouwd, zijn bijvoorbeeld de rentes op de gewaarborgde interbancaire markt of de swaprentes op lange termijn.

1.1 Nominale rente

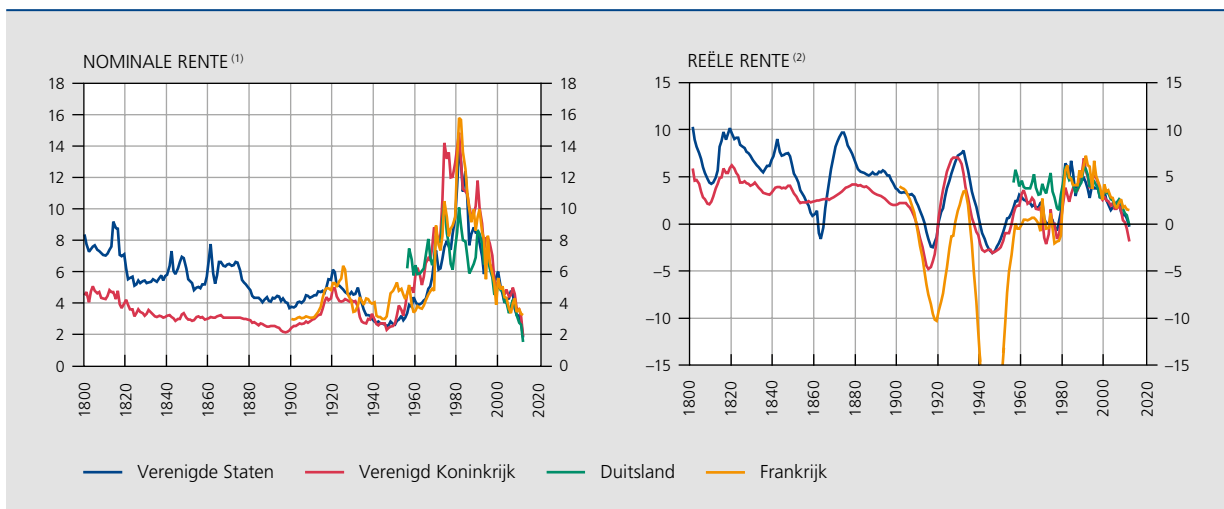
De nominale rente op lange termijn bleef tussen het begin van de 19de eeuw en de vooravond van de Eerste Wereldoorlog algemeen beschouwd stabiel en gematigd. Dat was heel in het bijzonder het geval voor het Verenigd Koninkrijk, op dat ogenblik de eerste economische wereldmacht en het land met de sterkst ontwikkelde financiële markten. Het was een periode met overwegend metalengeldstelsels: het bimetallisme, meer bepaald gebaseerd op de converteerbaarheid van papiergeld in goud of zilver tot het einde van de 19de eeuw en, vervolgens, de gouden standaard. Deze stelsels zorgden ervoor dat het prijsniveau op lange termijn zeer stabiel bleef, hoewel er zich op korte termijn grote schommelingen voordeden, afhankelijk van het verloop van de beschikbare hoeveelheid edelmetaal en van de economische bedrijvigheid. In deze context, die werd gekenmerkt door de afwezigheid van een prijstendens, volgde de nominale rente in hoge mate het verloop van het prijsniveau. In zijn *Treatise on Money* noemde Keynes dit verschijnsel de 'paradox van Gibson', genoemd naar A.H. Gibson, een statisticus die in de jaren twintig verschillende artikelen publiceerde waarin hij het bestaan bevestigde van een nauwe band tussen het prijsniveau en de rente (Gardes en Lévy, 1994). Deze paradox, zoals hij vandaag wordt beschouwd, is het resultaat van een onverenigbaarheid tussen de vaststellingen en de voorschriften van de monetairtheorie met betrekking tot de aard van de variabelen die een rol spelen in de rente-prijsverhouding: de Fisher-vergelijking stelt immers dat de nominale rente positief

gecorrleerd is aan het verwachte inflatiecijfer en niet aan het algemene prijsniveau.

Toen de gouden standaard aan het begin van de 20ste eeuw in verscheidene landen werd opgegeven, schommelde de nominale rente veel sterker dan in de voorgaande eeuw; dit verloop spoorde met de meer uitgesproken tendensen van het prijsniveau en de inflatie. Afgezien van de conjunctuurcycli kunnen in de loop van de 20ste eeuw vier grote tendensen worden onderscheiden. Een eerste opwaartse tendens van 1900 tot in de jaren twintig, een relatief welvarende periode waarin de grondstoffenprijzen stegen, maar waarin ook de Eerste Wereldoorlog plaatsvond die een hoge inflatie met zich bracht; een neerwaartse tendens vanaf het einde van de jaren twintig tot het einde van de jaren veertig, een periode die werd gekenmerkt door de Grote Depressie, deflatie en de Tweede Wereldoorlog; een opwaartse tendens vanaf het einde van de jaren veertig tot het begin van de jaren tachtig, met zware aanbodschokken en een inflatoire spiraal en, ten slotte, een neerwaartse tendens van het begin van de jaren tachtig tot op heden, een periode die het stempel draagt van de Great Moderation die te maken heeft met, onder meer, het mandaat van de centrale banken om de prijsstabiliteit te vrijwaren alsook van, meer recentelijk, de in 2007 begonnen economische en financiële crisis.

Het is interessant om een parallel te trekken tussen het vigerend monetair stelsel, de inflatie en het verloop van de nominale rente. Gedurende het bimetallisme en het stelsel van de gouden standaard, beide gekenmerkt door een

GRAFIEK 1 DE RISICOLOZE RENTE OP LANGE TERMIJN (1800-2012)



Bronnen: Homer en Sylla (1991), Datastream, <http://www.France-inflation.com> en <http://www.measuringworth.com>
(1) Meestal een rente op een overheidsobligatie.
(2) Verschil tussen de nominale rente en de trendmatige inflatie gemeten aan de hand van een Hodrick-Prescott-filter.

geringe variatie van de prijzen op lange termijn, bleef de rente relatief stabiel. Tijdens de periode van hoge inflatie in de jaren zeventig en aan het begin van de jaren tachtig, daarentegen, klom de rente naar ongekende hoogtes, terwijl de overgang op een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid voor de afgelopen dertig jaar het begin betekende van een neerwaartse rentetendens.

1.2 Reële rente

Meer dan de nominale rente wordt de reële rente algemeen beschouwd als zijnde bepalend voor de beslissingen inzake consumptie, besparingen of investeringen; ze is dus in zekere zin relevanter dan de nominale rente. Het passende concept is meer bepaald de ex ante reële rente, dat is de nominale rente waarvan de inflatieverwachtingen zijn afgetrokken. Door het gebrek aan historische gegevens over de verwachte inflatie zien we ons, om de reële rente te berekenen, evenwel verplicht gebruik te maken van de inflatietendensen die worden geraamd aan de hand van een Hodrick-Prescott-filter, die de conjunctuurgebonden inflatieschommelingen beperkt.

Historisch beschouwd, heeft de reële rente niet noodzakelijkerwijs hetzelfde verloop gevolgd als de nominale rente. In combinatie met de zeer stabiele nominale rente verklaart het feit dat er voor de inflatie geen sterk uitgesproken cycli werden opgetekend waarom de reële rente in de 19de eeuw relatief stabiel bleef. Tijdens de periodes waarin de metalengeldstelsels werden opgeschort, bijvoorbeeld tijdens de Amerikaanse Burgeroorlog van 1861 tot 1865 en aan het begin van de 20ste eeuw, bleek de inflatie op lange termijn daarentegen variabel en de reële rente volatieler. Algemeen beschouwd, nam de inflatie tijdens de oorlogsperiodes sterker toe en was de reële rente duidelijk negatief. Dat geldt eveneens voor de jaren van sterke inflatie aan het einde van de jaren zeventig. Aan het begin van de jaren tachtig getuigde de hoge reële rente daarentegen van de vastberadenheid van de centrale banken om de prijsstabiliteit te herstellen en weerspiegelde ze de door de investeerders gevorderde compensaties voor de onzekerheid rond de inflatievooruitzichten, na de hoge niveaus van de jaren zeventig. Doordat de centrale banken in de loop van de jaren negentig specifiek op prijsstabiliteit gerichte mandaten toegewezen kregen en de eerste resultaten van de inflatiebestrijding zichtbaar werden, liep de reële rente fors terug, parallel met de daling van de nominale rente. Tijdens de recente periode is de reële langetermijnrente in de geavanceerde economieën gezakt tot – voor vreedstijd – historisch lage niveaus. In de hieronder volgende hoofdstukken wordt nader ingegaan op de factoren die aan dit verschijnsel ten grondslag liggen alsook op de eruit voortvloeiende implicaties.

2. Analytisch kader van de rentedeterminanten

Om de rentedeterminanten te bestuderen, is het nuttig te refereren aan een theoretisch analysekader. Daartoe wordt hier gebruik gemaakt van het algemeen gangbare model van de rentetermijnstructuur, dat berust op de theorie van de renteverwachtingen en dat de relaties beschrijft tussen de rentes van verschillende looptijden. Er wordt overigens een methode voorgesteld om het verband te analyseren tussen het monetair beleid en de rentes in de economie. Dankzij deze elementen kunnen in het derde hoofdstuk de factoren worden bestudeerd die er mede voor zorgen dat de rente in het eurogebied en in de Verenigde Staten momenteel zo laag is.

2.1 Theorie van de renteverwachtingen

Volgens de theorie van de renteverwachtingen, en indien er geen onzekerheid bestaat over de toekomstige rente, hoort het rendement van een effect op lange termijn equivalent te zijn met het verwachte gemiddelde rendement van een reeks investeringen op kortere termijn. Mocht dat niet het geval zijn, dan zouden de investeerders mogelijkheden tot arbitrage hebben, een situatie die onhoudbaar zou zijn. Het is evenwel onrealistisch te veronderstellen dat de investeerders perfect op de hoogte zijn van de toekomstige rente. Rekening houdend met het feit dat er onzekerheid bestaat, kan het rendement van een effect op lange termijn aldus worden beschouwd als zijnde de som van het verwachte gemiddelde rendement van een reeks investeringen op kortere termijn en een termijnpremie. Deze laatste biedt een compensatie voor de onzekerheid omtrent het toekomstig verloop van de nominale rente tijdens de duur van de belegging en voor het risico van kapitaalverlies dat ermee gepaard gaat.

De in de nominale rente vervatte termijnpremie hangt af van de grootte van het risico, die op haar beurt afhankelijk is van de onzekerheid over de inflatie en de toekomstige reële rente, maar ook van de prijs van het risico die wordt bepaald door de graad van risicoaversie van de investeerders. Omdat de onzekerheid a priori toeneemt met de resterende looptijd van een obligatie, wordt de termijnpremie gewoonlijk beschouwd als zijnde positief gecorreleerd met die looptijd, een element dat geregeld wordt aangewend ter verklaring van het feit dat de rendementen van langlopende effecten, gemiddeld beschouwd, hoger liggen dan die van kortlopende effecten.

Een van de factoren die verband houden met de graad van risicoaversie van de investeerders en die een rol kunnen spelen in de termijnpremie, is bijvoorbeeld het belang

van het liquiditeitscriterium van de activa of de expliciete vraag naar risicoloze activa op lange termijn. Tegen de achtergrond van de economische en financiële crisis van 2008-09 en van de daaropvolgende crisis van de overheidsschuld, betekent de soms aanzienlijke vergroting van het renteverskil tussen de staatsgewaarborgde obligaties – zoals die van de openbare investeringsmaatschappijen – en de rechtstreeks door de Schatkist uitgegeven obligaties – zoals zeer specifiek het geval is voor Duitsland – bijvoorbeeld dat de investeerders meer belang hechten aan de liquiditeit van de onderliggende effecten⁽¹⁾ (Ejsing, Grothe en Grothe, 2012). Door de vraag naar risicoloze activa op lange termijn aanzienlijk op te voeren, hebben verscheidene centrale banken de termijnpremies overigens doelbewust gedrukt. Zo kunnen deze premies zowel positief als negatief zijn. In de praktijk kunnen ze evenwel op verschillende manieren worden geraamd en is het bijzonder moeilijk om de exacte samenstelling ervan uit te maken.

2.2 Het monetair beleid en de rente

In principe heeft de centrale bank rechtstreeks greep op de zeer korte geldmarkttrentes, voornamelijk via haar leidinggevende tarieven en haar openmarkttransacties. Het transmissiemechanisme van het monetair beleid wil dat de centrale bank, door haar beleidsvoering aan te passen, de economische bedrijvigheid beïnvloedt en zodoende de prijsstabiliteit waarborgt, conform haar doelstellingen. In de literatuur wordt de beslissing van de centrale bank geregeld toegelicht aan de hand van een monetairbeleidsregel die de doelstelling inzake de korte rente linkt aan macro-economische variabelen zoals inflatie en productie. Het bekendste voorbeeld van een dergelijke regel is de Taylor-regel (Taylor, 1993), die de volgende vorm kan aannemen:

$$i_t = r_t^* + \pi^* + 1,5 (\pi_t - \pi^*) + 0,5 (y_t - y^*)$$

met i_t de doelstelling inzake de zeer korte rente, r_t^* de reële evenwichtsrente, π^* de door de centrale bank gedefinieerde inflatiedoelstelling, π_t de opgetekende inflatie, y_t het opgetekende productieniveau en y^* het potentiële productieniveau. Deze regel geeft aan dat de zeer korte rente die passend is voor een centrale bank die prijsstabiliteit nastreeft, overeenstemt met de som van de reële evenwichtsrente en haar inflatiedoelstelling, gecorrigeerd voor het verschil tussen de opgetekende inflatie en de inflatiedoelstelling, enerzijds, en voor het verschil tussen de effectieve en de potentiële productie, anderzijds.

In de praktijk leeft geen enkele centrale bank een dergelijke regel slaafs na; nochtans geeft deze blijkbaar vrij getrouw de gegevens weer (althans voor de periode die aan de crisis voorafging en gedurende welke de ondergrens

voor de nominale rente niet verplicht gelijk moest zijn aan 0 %). Verscheidene studies tonen aan dat de centrale banken er een zeker belang aan hechten (zie bv. Ilbas et al. (2013) voor de Verenigde Staten).

Een essentiële parameter van de vergelijking hierboven is r_t^* , de reële evenwichtsrente, ook 'natuurlijke' rente genoemd. Het betreft geen waarneembare variabele, maar een concept dat niet eenvoudig te definiëren valt en waarover trouwens geen overeenstemming bestaat⁽²⁾. Het algemeen aanvaarde idee waar ook hier zal worden van uitgegaan, is dat het gaat om de rente die zou heersen in een omgeving van normale productie – dat wil zeggen wanneer de productie overeenstemt met haar potentieel niveau – en die verenigbaar is met prijsstabiliteit. Zoals Woodford (2001) heeft beklemtoond en in tegenstelling tot de door Taylor (1993) geuite hypothese, is de evenwichtsrente niet constant in de tijd en evolueert ze onder meer met reële factoren die a priori exogeen zijn aan het monetair beleid, bijvoorbeeld de productiviteitsgroei van de economie. Woodford (2001) wijst op de noodzaak voor de beleidsmakers om rekening te houden met de veranderlijke aard van deze rente teneinde hun doelstellingen inzake macro-economische stabiliteit en, meer in het bijzonder, prijsstabiliteit te bereiken. Omgekeerd is de parameter π^* van de inflatiedoelstelling endogeen en valt hij onder de rechtstreekse controle van de centrale bank. De reële evenwichtsrente en de inflatiedoelstelling vormen samen de 'nominale evenwichtsrente'.

De centrale bank heeft alleen maar rechtstreekse controle over de zeer kortlopende rente. Voor zover de monetairbeleidsoriëntatie slechts geleidelijk evolueert, weerspiegelen de wijzigingen in de leidinggevende tarieven zich evenwel ook in de rente op langere termijn, waarin de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige monetairbeleidskoers vervat zijn. Door haar leidinggevende tarieven aan te passen, kan de centrale bank aldus de mate beïnvloeden waarin huishoudens sparen dan wel consumeren alsook de mate waarin ondernemingen investeren. Op die manier ondersteunt of beteugelt ze de economische bedrijvigheid en verzekert ze de prijsstabiliteit. De neokynesiaanse macro-economische modellen tonen immers aan dat het niet zozeer de korte reële rente maar eerder het verwachte integrale verloop van de korte reële rente is dat de geaggregeerde vraag en de inflatie beïnvloedt (Clarida et al, 1999).

(1) Tijdens periodes van zware financiële spanningen zijn voor sommige AAA-genoteerde kortlopende obligaties (bv. drie maanden) zelfs negatieve rendementen opgetekend, terwijl de rendementen van de overnight indexed swaps met eenzelfde looptijd (die de verwachtingen ten aanzien van de daggeldrente weergeven) positief bleven. Een en ander getuigt van het feit dat sommige investeerders, die bijvoorbeeld geen toegang hadden tot de depositofaciliteiten van de centrale bank, hun liquiditeiten trachtten te beleggen in uiterst veilige activa en daartoe soms een negatief rendement aanvaardden.

(2) Voor meer informatie hieromtrent, zie bijvoorbeeld Woodford (2003) of Weber et al. (2008).

De centrale bank kan via haar monetairbeleidsoriëntatie evenwel slechts in beperkte mate de rente op langere termijn beïnvloeden. Enerzijds neemt haar invloed af met de looptijd; de impact van de centralebankbeslissingen op de rente is aldus voornamelijk geconcentreerd op de korte en de middellange termijn. Op lange termijn is er immers geen enkele reden waarom het monetair beleid eerder restrictief of accommoderend zou zijn en er mag derhalve a priori worden van uitgegaan dat de rente, gemiddeld beschouwd, de som is van de verwachte reële evenwichtsrente en de verwachte inflatiedoelstelling. Anderzijds kan – aangezien de economische subjecten er steeds kunnen voor kiezen muntstukken en bankbiljetten aan te houden liever dan hun geld te beleggen in schuldtitels – de nominale rente, inclusief de leidinggevende tarieven, niet (veel) onder de 0% dalen. Deze natuurlijke ondergrens (zero lower bound) beperkt voor de centrale bank de mogelijkheid om, via het traditionele rente-instrument, negatieve output gaps en deflatoire risico's in te dijken. De centrale bank die de economische bedrijvigheid wil blijven stimuleren, ziet zich dus op een bepaald ogenblik verplicht zogenoemde 'niet-conventionele' monetairbeleidsmaatregelen te nemen. Daartoe behoren vooral forward guidance en effectenaankoopprogramma's. De eerstgenoemde beïnvloedt vooral de verwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidsoriëntatie op middellange termijn, terwijl dankzij de laatstgenoemde de centrale bank de in de lange rente vervatte termijnpremies rechtstreeks kan verlagen.

3. Empirische analyse van de determinanten van de lage rente in het eurogebied en in de Verenigde Staten

In dit hoofdstuk wordt getracht de belangrijkste factoren te omschrijven die hebben bijgedragen tot het verloop van de risicoloze lange rente sedert 1990 in de Verenigde Staten en in het eurogebied. Daartoe wordt in eerste instantie de risicoloze lange rente – meer bepaald die op tien jaar – opgesplitst in een component op korte en een component op lange termijn. Door deze rentegegevens te koppelen aan ramingen van de nominale evenwichtsrente voor de Verenigde Staten en het eurogebied, kunnen vervolgens diverse verklarende factoren voor de rente worden belicht. Er zij opgemerkt dat de ontwikkelingen in het eurogebied tijdens de periode vóór 1999 worden geïllustreerd aan de hand van Duitse gegevens. Voor de rentetarieven wordt gebruik gemaakt van de rendementen van de Amerikaanse Schatkist en, vanaf 1999 in het eurogebied, van de gemiddelde rendementen van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied die op 30 juni 2013 een AAA-rating hadden⁽¹⁾ (Duitsland,

Finland, Frankrijk, Nederland en Oostenrijk). Dankzij deze keuze kan het kredietrisico dat het rendement van een aantal overheidsobligaties van het eurogebied beïnvloedt, buiten beschouwing worden gelaten, maar kan ook de invloed worden beperkt van negatieve liquiditeitspremies die worden opgetekend voor overheidsobligaties van landen zoals Duitsland.

3.1 Opsplitsing van de tienjaars rente

De tienjaars nominale rente kan in twee componenten worden uitgesplitst: een kortetermijncomponent – de vijfjaars rente – en een langetermijncomponent – de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar. Deze laatste stemt overeen met het verwachte rendement van een verbintenis van vandaag met betrekking tot een vijfjaars belegging, waarvan de transactie plaatsvindt over vijf jaar.

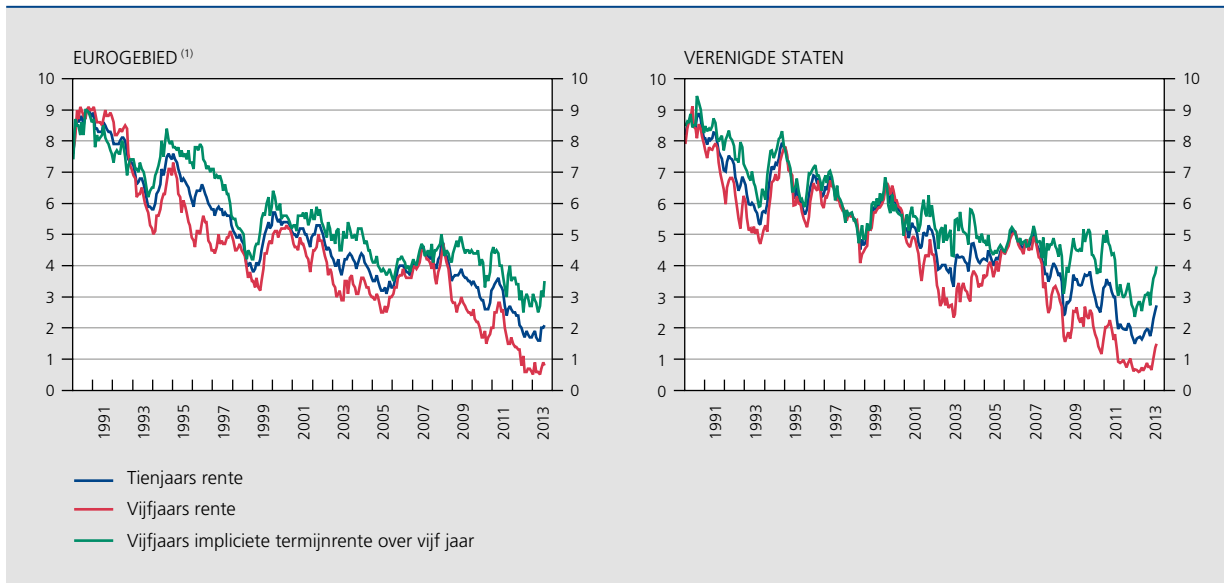
Ondanks cyclische bewegingen, is de tienjaars rente, alsook elk van de componenten ervan, in de loop van de jaren negentig trendmatig gedaald, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten. De vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar bleef tussen 2000 en 2011 relatief stabiel, terwijl de vijfjaars rente over dezelfde periode volatieler was. De daling van de tienjaars rente tijdens de recente crisis lijkt voornamelijk een daling van de kortetermijncomponent ervan te weerspiegelen, wat weinig verrassend is in het licht van een opmerkelijke versoepeling van de monetairbeleidskoers. Sinds medio 2011 is echter ook de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar vrij sterk teruggelopen, terwijl deze rente tot dan toe relatief dicht in de buurt van het gemiddelde van het decennium vóór de crisis was gebleven.

Aan de hand van het analytisch kader hierboven kunnen de vijfjaars rente en de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar worden opgesplitst teneinde inzicht te verwerven in de verschillende determinanten ervan. Daartoe worden de nominale rentes vergeleken met de ramingen en de verwachtingen van de reële evenwichtsrente en de inflatiedoelstellingen. Door van elke nominale rente de overeenstemmende evenwichtsrente af te trekken, wordt een residu verkregen dat alle andere factoren bevat die bijdragen tot de bepaling van de rente.

De nominale evenwichtswaarde van de vijfjaars rente kan worden benaderd aan de hand van de som van de geraamde reële potentiële economische groei – de reële component ervan – en de inflatiedoelstelling van

(1) Op 12 juli 2013 verloor Frankrijk zijn AAA-rating, nadat het ratingbureau Fitch de rating verlaagde tot AA+. De belangrijkste analyses hebben hier evenwel betrekking op gegevens die niet verder reiken dan juni 2013. Luxemburg werd niet geselecteerd vanwege een gebrek aan gegevens over de rente.

GRAFIEK 2 TIENJAARS RENTE, VIJFJAARS RENTE EN VIJFJAARS IMPLICIETE TERMIJNRENTE OVER VIJF JAAR



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, NBB.

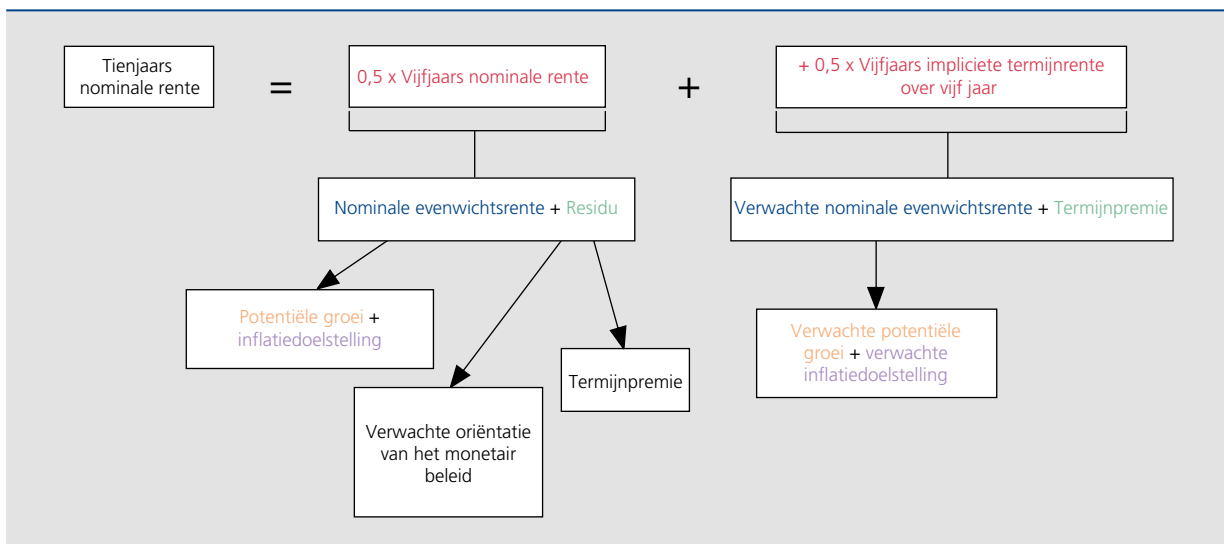
(1) Rente op de Duitse Bund vóór 1999. Gemiddelde van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013 (Duitsland, Finland, Frankrijk, Nederland en Oostenrijk).

de centrale bank – de inflatiecomponent. Het residu van het verschil tussen de vijfjaars nominale rente en de nominale evenwichtsrente weerspiegelt dan weer de verwachtingen ten aanzien van het monetair beleid tijdens de vijf volgende jaren, enerzijds, en een termijnpremie, anderzijds. Terwijl de verwachtingen inzake de monetairbeleidsoriëntatie afhankelijk zijn van de actuele en verwachte macro-economische vooruitzichten, alsook van de wijze waarop de centrale bank op die

ontwikkelingen zou reageren, hangt de termijnpremie samen met de onzekerheid omtrent de verwachtingen over de toekomstige rentes en specifieke factoren zoals de mate van risicoaversie bij de beleggers en de liquiditeit van de onderliggende activa.

De vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar, daarentegen, staat in principe grotendeels los van de cyclische bewegingen van de korte rente en van de

GRAFIEK 3 SCHEMATISCHE OPSPLITSING VAN DE TIENJAARS NOMINALE RENTE



monetairbeleidsoriëntatie. Deze laatste is op lange termijn immers a priori neutraal en er is geen enkele reden om te verwachten dat ze uitgesproken accommoderend of restrictief zou zijn voor de periode van vijf jaar die over vijf jaar begint⁽¹⁾. De verwachte toekomstige korte rente voor deze periode kan dus worden gelijkgesteld met de nominale evenwichtsrente en het residu van het verschil tussen de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar en de voor deze periode verwachte nominale evenwichtsrente, dat gelijkgesteld wordt met de termijnpremie.

Om deze opsplitsing – die schematisch voorgesteld wordt in grafiek 3 – empirisch te illustreren, worden de nominale rentes gecombineerd met ramingen van de nominale

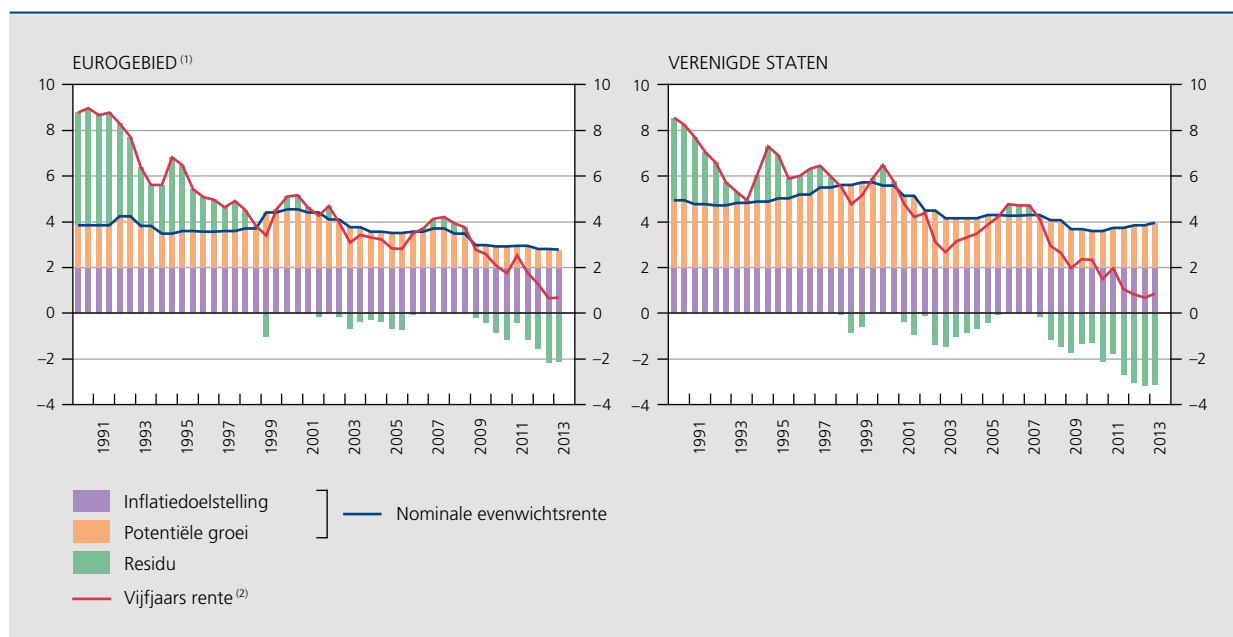
evenwichtsrente voor de Verenigde Staten en het eurogebied. De ramingen van de reële potentiële groeicijfers zijn afkomstig van de in juni 2013 gepubliceerde economische vooruitzichten van de OESO, terwijl de inflatiedoelstellingen overeenstemmen met de officiële of informele doelstellingen van de centrale banken⁽²⁾. Er bestaat geen raming van de reële potentiële groei voor de vijfjaars periode die over vijf jaar begint, maar deze groei kan redelijkerwijs worden benaderd aan de hand van de groeiverwachtingen voor het reëel bbp op lange termijn, zoals die worden ontleend aan de zesmaandelijksse enquêtes van Consensus Economics, die precies betrekking hebben op een vijfjaars periode die over vijf jaar begint. Op dezelfde manier kan de verwachte inflatiedoelstelling op lange termijn worden geraamd op basis van de inflatieverwachtingen op lange termijn, die eveneens afkomstig zijn van de zesmaandelijksse enquêtes van Consensus Economics.

- (1) Vermeldenswaard in dat verband zijn de driemaandelijksse langetermijnprojecties door de leden van het FOMC, het besluitvormend orgaan van de Amerikaanse Federal Reserve. Deze projecties kunnen volgens het FOMC worden geïnterpreteerd als de groeiverwachtingen voor het bbp, de inflatie en de werkloosheid voor een termijn van meer dan vijf of zes jaar, bij ontstentenis van schokken en tegen de achtergrond van een passend monetair beleid.
- (2) In 1984 was de Bundesbank van oordeel dat de norm voor de stijging van het prijspeil 2% moest belopen. In 1997 verving ze de norm door een marge tussen 1,5 en 2% (Mishkin, 2001). In 1998 definieerde de Raad van Bestuur van de ECB prijsstabiliteit als 'een jaarlijkse stijging van de geharmoniseerde consumptieprijsindex (HICP) van minder dan 2%', waarbij ze aanstipte dat de 'prijsstabiliteit op middellange termijn moet worden gehandhaafd'. In mei 2003 bevestigde de Raad deze definitie, maar hij verduidelijkte 'met het oog op prijsstabiliteit te streven naar een inflatiecijfer, op de middellange termijn, van minder dan, maar dicht bij 2%' (ECB, 2003). De Amerikaanse Federal Reserve heeft officieel pas op 25 januari 2012 een inflatiedoelstelling op lange termijn ingevoerd van 2%, maar de inflatiecijfers geven aan dat gedurende de voorgaande twintig jaar een impliciete doelstelling van 2% werd nagestreefd (Rosengren, 2013). Rekening houdend met deze informatie en ter vereenvoudiging wordt in dit artikel een inflatiedoelstelling van 2% sedert 1990 in aanmerking genomen, zowel voor het eurogebied als voor de Verenigde Staten.

3.2 Vijfjaars rente

De nominale evenwichtsrente liep bij de aanvang van de crisis terug, zowel in het eurogebied als in de Verenigde Staten. Deze daling past echter in een duidelijke tendens die zich sinds het begin van de jaren 2000 aftekent. Ze weerspiegelt de inkrimping van de potentiële groei, die in de tweede helft van de jaren negentig was toegenomen,

GRAFIEK 4 VIJFJAARS NOMINALE RENTE



Bronnen: Federal Reserve, OESO, Thomson Reuters Datastream, Mishkin (2001), Rosengren (2013), ECB.

(1) Gegevens voor Duitsland van vóór 1999. De rentegegevens vanaf 1999 stemmen overeen met het gemiddelde van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013.

(2) Gemiddelde over zes maanden voor de maanden juni en december. Laatste gegevens: juni 2013.

terwijl de inflatiedoelstellingen onveranderd zijn gebleven. De trendmatige daling van de reële evenwichtsrente geeft aan dat, zelfs indien de monetairbeleidsoriëntatie van de centrale banken neutraal zou zijn, dat wil zeggen niet accommoderend, noch restrictief, de huidige rente op korte looptijden lager zou liggen dan aan het begin van de jaren 2000. Ze betekent bovendien dat de centrale banken hun leidinggevende rentetarieven meer dan vroeger moeten laten zakken om de economische bedrijvigheid te stimuleren.

Conform de voorschriften van de regel van Taylor voor de bepaling van de rentedoelstelling, schommelt de vijfjaarsrente aan beide zijden van de nominale evenwichtsrente. Aldus weerspiegelt ze, in overeenstemming met de macro-economische cycli, het min of meer accommoderende karakter van het monetair beleid en de verwachtingen ten aanzien van het verloop daarvan. Aangezien de afwijkingen ten opzichte van de evenwichtsrente afnemen met de looptijd, zouden ze evenwel groter zijn voor een rentetarief op korte termijn, aangezien het vooruitzicht op een terugkeer van de rentes naar het evenwichtsniveau reeds gedeeltelijk in de vijfjaarsrente is vervat. De in vergelijking met de neutrale rente van het begin van de jaren negentig hoge korte rente weerspiegelt, enerzijds, het doelbewust restrictieve karakter van de monetairbeleidsoriëntatie, dat de prijsstabiliteit moest waarborgen na jaren van forse inflatie en een dam moest opwerpen tegen de inflatedruk in Duitsland als gevolg van de hereniging. Anderzijds getuigt het van de nog steeds hoge, door de beleggers gevraagde risicopremies om zich te beschermen tegen de inflatie, terwijl de centrale banken nog geen onbetwiste geloofwaardigheid genoten.

Sedert 2007 is de vijfjaarsrente in de Verenigde Staten en in het eurogebied met in totaal bijna 400 basispunten teruggelopen, in het spoor van de verlaging van de leidinggevende rentetarieven door de Federal Reserve en de ECB. De rentedaling verliep grosso modo in twee stadia: een eerste fase van 2007-08 tot medio 2010 en een tweede van medio 2011 tot de recente periode. De daling van de vijfjaarsrentes valt grotendeels te verklaren door een achteruitgang van de residuele component die, onder meer, de verwachtingen ten aanzien van de monetairbeleidsoriëntatie over de desbetreffende periode omvat. Deze verwachtingen weerspiegelen onder meer de vooruitzichten inzake de economische bedrijvigheid en de inflatie, maar ze worden ook beïnvloed door bepaalde monetairbeleidsmaatregelen zoals forward guidance. Zo heeft de Federal Reserve tijdens de crisis regelmatig gecommuniceerd over de oriëntatie van het monetair beleid op langere termijn, terwijl de Raad van Bestuur van de ECB verklaarde dat het monetair beleid 'zolang als nodig' accommoderend zou blijven. In juli 2013 verstreekte

de Raad bovendien meer expliciete indicaties over de toekomstige oriëntatie van zijn beleid (zie Kader 2). Een andere factor die wellicht een neerwaartse invloed heeft uitgeoefend op de vijfjaarsrentes en meer bepaald op de daarin vervatte termijnpremies, is de stijgende vraag naar risicoloze activa, zoals ook het geval is voor de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar.

3.3 Vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar

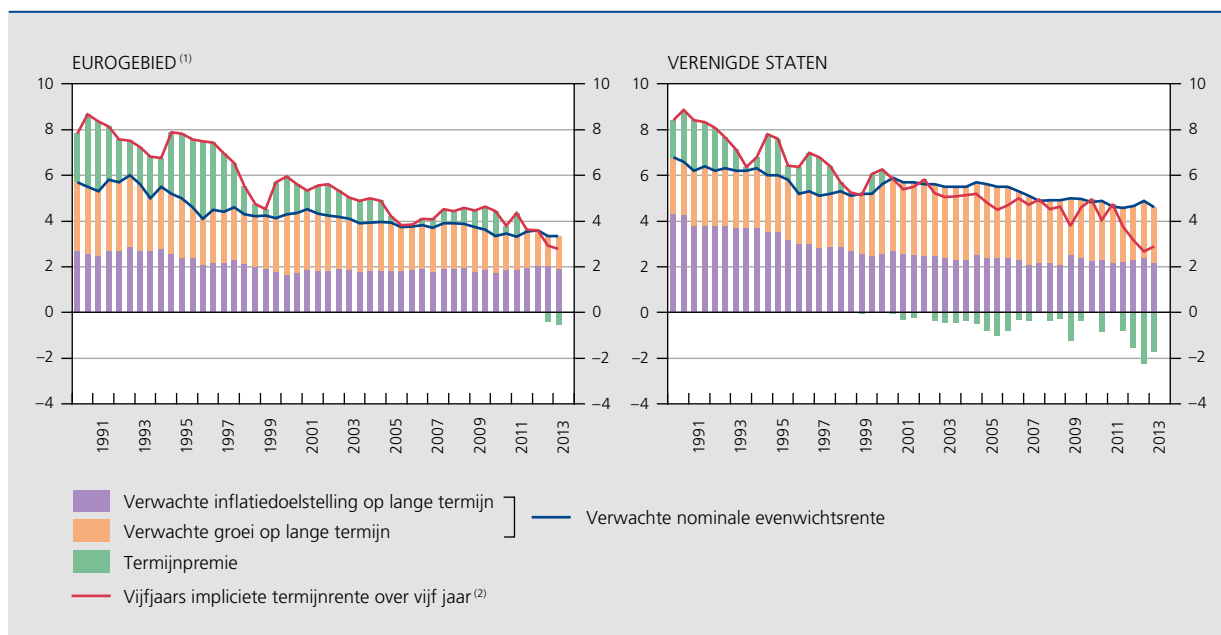
De verwachte nominale evenwichtsrente, die in de jaren negentig terugliep als gevolg van de neerwaartse herziening van de inflatieverwachtingen op lange termijn, bleef in de jaren 2000 en tijdens de crisis verder dalen, in overeenstemming met de neerwaarts bijgestelde groeiverwachtingen op lange termijn. Hoewel de verwachtingen in de Verenigde Staten hoger bleven, was de tendens in beide economische blokken grotendeels vergelijkbaar. De inflatieverwachtingen op lange termijn, daarentegen, zijn sedert de jaren 2000 al met al matig en stabiel gebleven, aangezien ze voornamelijk de afspiegeling zijn van de mandaten en de verworven geloofwaardigheid van de centrale banken inzake prijsstabiliteit. De stevige verankering van de inflatieverwachtingen is trouwens een van de bepalende factoren gebleken die de centrale banken in staat hebben gesteld de reële rentes te beïnvloeden teneinde de economische bedrijvigheid te stimuleren en de deflatoire druk op het hoogtepunt van de crisis te temperen.

De termijnpremie die vervat zit in de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar en die hier geraamd wordt aan de hand van het residueel verschil tussen de nominale rente en de nominale evenwichtsrente⁽¹⁾, werd in de loop van de jaren negentig duidelijk kleiner. In het spoor daarvan liep ook de nominale rente terug. In de periode vóór de crisis bleef de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar daarentegen relatief stabiel, in de buurt van het peil van de verwachte nominale evenwichtsrente. Interessant is evenwel dat het verschil tussen deze beide rentes omstreeks 2005 in de Verenigde Staten negatief was, met andere woorden dat de termijnpremie negatief was. De daling van de lange rente, ondanks een stijging van de korte rente tijdens de maanden voordien, werd door de vroegere voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve Alan Greenspan bestempeld als een 'raadsel' (conundrum)⁽²⁾. Ook in het eurogebied bleef de lange rente tijdens die periode bijzonder laag.

(1) De termijnpremies worden geraamd op een intuïtieve, maar toch robuuste manier. Deze premies kunnen ook worden geraamd op basis van macro-econometrische modellen, waarvan het gebruik echter meestal omslachtig en complex is, vooral wanneer de rentes hun bodempunt in de buurt van nul benaderen, wat leidt tot niet-lineaire verbanden (zie Christensen en Rudebusch, 2013 of Kim en Singleton, 2012).

(2) Greenspan (2005).

GRAFIEK 5 VIJFJAARS IMPLICIETE TERMIJNRENTE OVER VIJF JAAR



Bronnen: Consensus Economics, Thomson Reuters Datastream.

(1) Gegevens voor Duitsland van vóór 1999. De rentegegevens vanaf 1999 stemmen overeen met het gemiddelde van de vijf belangrijkste landen van het eurogebied met een AAA-rating op 30 juni 2013. Voor de periode tussen 1999 en 2003 stemmen de verwachtingen ten aanzien van de inflatie-doelstelling op lange termijn en van de langetermijngroei overeen met het aan de hand van het bbp gewogen gemiddelde voor Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland en Spanje.

(2) Gemiddelde over zes maanden voor april en oktober. Laatste gegevens: april 2013.

In tegenstelling tot de rente op vijf jaar, is de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar in de eerste fase van de crisis weinig veranderd. Pas omstreeks medio 2011 zette een echte daling in als gevolg van een duidelijke ongerustheid over de opleving van de bedrijvigheid wereldwijd. Sedertdien is deze rente sterk teruggelopen en recentelijk is een historisch dieptepunt bereikt, zowel in de Verenigde Staten als in het eurogebied. Ondanks een teruggang van de groeiverwachtingen op lange termijn, is de daling van de vijfjaars impliciete termijnrente over vijf jaar sedert 2011 voornamelijk de weerspiegeling van de vooral in de Verenigde Staten sterk verminderde termijnpremies.

3.4 De factoren achter de daling van de termijnpremies

De in de lange rentes vervatte termijnpremies worden door tal van sterk uiteenlopende factoren beïnvloed. Teneinde hierin een beter inzicht te verwerven, kan het nuttig zijn een onderscheid te maken tussen eerder structurele factoren, die verband houden met duidelijke tendensen door de economische cycli heen, en eerder conjunctuurgebonden elementen, die vooral verband houden met de recente crisis.

De structurele factoren omvatten het hoger vermelde verschijnsel van de Great Moderation en het mondiale spaaroverschot. De Great Moderation verwijst naar een periode van grotere macro-economische stabiliteit, die duurde van het einde van de jaren tachtig tot 2006 en die gekenmerkt werd door een daling van de inflatie, een positieve en relatief stabiele economische groei en de overtuiging dat de economische cycli beter beheersbaar waren. Ze wordt doorgaans toegeschreven aan structurele veranderingen in de economie, aan de tenuitvoerlegging van een beter macro-economisch beleid en aan een geluksfactor die zich uitte in minder zware schokken. Inzake monetair beleid, hebben het toewijzen van op prijsstabiliteit gerichte mandaten aan de centrale banken alsook de toegenomen transparantie en grotere geloofwaardigheid van deze laatste bijgedragen tot de stabilisering van de inflatie op een laag peil, de verankering van de inflatieverwachtingen en, derhalve, de verlaging van de inflatiepremie tijdens de jaren negentig. De grotere macro-economische stabiliteit heeft de onzekerheid over het toekomstige verloop van de korte rentes in het algemeen vermindert en zodoende de termijnpremies verlaagd. Het mondiale spaaroverschot vindt zijn oorsprong dan weer in de Azië-crisis van de jaren 1997-98 en, in mindere mate, in de stijging van de aardolieprijs (Bernanke, 2005). Het kan worden verklaard door de aanhoudende lopende overschotten en de

accumulatie van aanzienlijke valuta-reserves in een groot aantal (vooral Aziatische) opkomende en olie-uitvoerende landen, die met name trachten de aan een mogelijke kapitaalvlucht verbonden risico's te beperken, een appreciatie van hun munt te voorkomen en een veilige belegging te vinden voor hun tegoeden. Voorts bestaat er wellicht een verband met het verloop van de leeftijdsstructuur van de mondiale demografie, die gekenmerkt wordt door een toename van de bevolking op arbeidsleeftijd in een aantal van deze landen, wat een grotere spaarneiging tot gevolg heeft. De accumulatie van spaargelden en valuta-reserves heeft de mondiale vraag naar risicoloze activa opgedreven, in het bijzonder de vraag naar staatsobligaties op lange termijn van de geavanceerde economieën, vooral naar Amerikaanse schatkistobligaties. Ook de vergrijzing van de bevolking in de geavanceerde economieën sedert de jaren 2000 zou de vraag naar spaarmiddelen kunnen hebben opgevoerd, meer bepaald naar risicoloze lange-termijnactiva. De stijgende vraag naar risicoloze activa heeft derhalve geresulteerd in een inkrimping van de in de rendementen vervatte premies.

Wat de conjuncturele factoren achter de daling van de termijnpremies betreft, moeten in eerste instantie enkele niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen worden vermeld. De door verscheidene centrale banken opgezette programma's voor de aankoop van effecten om de lange rentes rechtstreeks te kunnen drukken en de financieringsvoorwaarden in de economie verder te versoepelen, hebben in dat opzicht een bijzondere rol gespeeld. Deze aankoopprogramma's werden opgestart toen de korte rentes een bodempeil hadden bereikt en het dus niet langer mogelijk was de bedrijvigheid te stimuleren door middel van traditionele monetairbeleidsinstrumenten. Interessant in dat opzicht is de bijzonder sterke daling van de termijnpremies in de Verenigde Staten ten opzichte van die in het eurogebied. Ze getuigt van het activisme van de Amerikaanse Federal Reserve inzake de aankoop van effecten op lange termijn om de rentes te kunnen drukken (zie Kader 1), terwijl het Eurosysteem zich beperkte tot de aankoop van effecten om de vlotte monetairbeleidstransmissie te vrijwaren. De aankopen van het Eurosysteem in het kader van het Programma voor de effectenmarkten (SMP) bleven enkel beperkt tot de obligaties van landen die volop getroffen werden door de overheidsschuldencrisis, en onderscheidden zich als dusdanig van de programma's inzake kwantitatieve versoepeling die door de andere grote centrale banken in de wereld op touw werden gezet. Het in de zomer van 2012 door het Eurosysteem goedgekeurde programma van outright monetaire transacties (OMT's), dat het SMP moest vervangen, is tot dusver niet geactiveerd. Dit nieuwe programma voorziet in de mogelijkheid om op de secundaire markt overheidsobligaties aan te kopen,

evenwel opnieuw met als enig streefdoel het vrijwaren van de goede monetairbeleidstransmissie in het eurogebied. Ook de forward guidance van de centrale banken inzake hun toekomstige monetairbeleidsvoering heeft wellicht de termijnpremies beïnvloed, aangezien ze de onzekerheid over de toekomstige rentes vermindert en de beleggers ertoe aanspoort zich op de langere termijn te richten⁽¹⁾. Daarenboven hebben de niet-conventionele monetairbeleidsmaatregelen uiteindelijk wellicht een aantal mondiale effecten gesorteerd, namelijk via de arbitrage van beleggers die voor een gegeven risico hun rendement proberen te maximaliseren. De maatregelen van 's werelds belangrijkste centrale banken hebben zich derhalve tot ver buiten hun grondgebied doen gevoelen (IMF, 2013c).

Een andere vermeldenswaardige factor ter verklaring van de daling van de termijnpremies is de grotere risicoaversie van bepaalde beleggers tegen de achtergrond van de crisis. Deze uitte zich in een vlucht naar veilige waarden zoals de Amerikaanse schatkistobligaties en de Duitse Bund. De grotere vraag naar deze als risicoloos en zeer liquide beschouwde activa, terwijl het aanbod ervan afnam als gevolg van de ratingverlagingen⁽²⁾, woog logischerwijze op de rentes. Een laatste factor, ten slotte, die mogelijk de vraag naar risicoloze activa heeft beïnvloed en derhalve de in de rentes vervatte premies inperkt, is de versterking van de financiële regelgeving, die de financiële instellingen ertoe aanzet meer effecten van hoge kwaliteit aan te houden (Turner, 2011).

3.5 Synthese van de determinanten van de huidige lage rente

Bij wijze van samenvatting, kan worden gesteld dat de huidige lage rente toe te schrijven is aan een aantal factoren van uiteenlopende aard. In de eerste plaats vertoont de evenwichtsrente sinds het begin van de jaren 2000 een neerwaartse tendens, die tegen de achtergrond van de crisis enigszins is verscherpt. Dit verloop is grotendeels het gevolg van de potentiële groei en van de neerwaartse bijstelling van de groeiprognozes op lange termijn, terwijl de inflatieverwachtingen van hun kant, na in de jaren negentig te zijn teruggelopen, vrij stabiel zijn gebleven. De daling van de reële rentecomponent is een verschijnsel dat in hoge mate exogeen is aan het monetair beleid. Vervolgens speelt de monetairbeleidsvoering een rol. Hoewel de inflatiecomponent van de termijnpremie kon worden teruggedrongen dankzij de grotere transparantie en geloofwaardigheid

(1) Zie, bijvoorbeeld, Hanson en Stein (2012), die een effect van de monetairbeleidsoriëntatie op de termijnpremie vinden.

(2) Volgens het IMF kan een verslechtering van de begrotings situatie in de geavanceerde economieën, met ratingverlagingen tot gevolg, zich de komende jaren vertalen in een aanzienlijke inkrimping van het aanbod van risicoloze activa (IMF, 2012).

van de centrale banken sinds de tweede helft van de jaren negentig, hebben de context van de crisis en de uitermate zwakke economische bedrijvigheid de centrale banken ertoe genoopt een bijzonder accommoderende monetair-beleidskoers te varen. De verwachtingen betreffende de korte rente worden bovendien beïnvloed door forward guidance van de centrale banken, waardoor de termijnpremies eveneens lijken te worden verlaagd. Laatstgenoemde

werden, ten slotte, ook gedrukt door de effectenaankoopprogramma's waarvan de gevolgen de nationale grenzen overschreden. Naast het monetair beleid, hebben sommige andere factoren, zoals het algemeen spaaroverschot, de stijging van de risicoaversie tegen de achtergrond van de crisis alsook de financiële regelgeving, de vraag naar risico-loze activa doen stijgen, terwijl het aanbod een afnemende tendens vertoonde, wat de rente deed dalen.

Kader 1 – De massale effectenaankoopprogramma's van de Amerikaanse Federal Reserve sinds 2008

Nadat het streeftarief van de geldmarkt op zeer korte termijn in het najaar van 2008 gezakt was tot een bodempeil tussen 0 en 0,25 %, begon de Fed 'niet-conventionele' monetairbeleidsinstrumenten in te zetten om de economie verder te stimuleren. Ze reikte met name forward guidance aan voor het toekomstig verloop van haar belangrijkste leidinggevend rentetarief en voerde een beleid van zogenoemde kwantitatieve versoepeling (quantitative easing) krachtens hetwelk ze grote hoeveelheden schuld papier van Government Sponsored Enterprises (GSEs)⁽¹⁾, door hypotheken gedekte effecten (mortgage-backed securities of MBSs) en Amerikaans overheidspapier aankocht. Al met al werden vier verschillende effectenaankoopprogramma's ten uitvoer gelegd. De grote lijnen en de voornaamste transmissiekanalen ervan worden hier toegelicht, evenals de doelmatigheid ervan.

LSAP1, LSAP2, MEP en LSAP3⁽²⁾

Het eerste aankoopprogramma (Large-Scale Asset Purchase Program 1 of LSAP 1) werd aangekondigd op 25 november 2008. Initieel voorzag dit programma in aankopen van MBSs ten belope van \$ 500 miljard en van schuldbewijzen van de GSEs ten belope van \$ 100 miljard. Nadat het in maart 2009 werd verlengd, bedroegen de aankopen uiteindelijk \$ 1 750 miljard, waarvan \$ 300 miljoen overheidspapier op lange termijn. De beslissing van de Fed om effecten aan te kopen, weerspiegelt met name de financieringsstructuur van de Amerikaanse economie die wordt gekenmerkt door relatief belangrijke obligatiemarkten en een minder belangrijke bankintermediatie. Hoewel dit eerste programma bedoeld was om de gehele economie te ondersteunen, betekende de beslissing van de Fed om MBSs en schuldbewijzen van GSEs aan te kopen dat ze voorrang wilde verlenen aan de markt van het hypothecair krediet, die zwaar getroffen was door de scherpe daling van de Amerikaanse vastgoedprijzen tijdens de periode 2006-08.

Het tweede aankoopprogramma (LSAP2) werd gelanceerd in een rustiger financiële context, die echter werd gekenmerkt door een futloze economische bedrijvigheid en deflatoire risico's. Nadat de Fed in augustus 2010 had meegedeeld dat ze de terugbetalingen van het eerste programma zou herbeleggen in overheidspapier, lanceerde ze op 3 november 2010 officieel haar tweede aankoopprogramma. Dit programma voorzag in de aankoop van overheidspapier ten belope van \$ 600 miljard teneinde 'een versneld economisch herstel te bevorderen en de inflatie te handhaven op een niveau dat verenigbaar is met haar mandaat'.

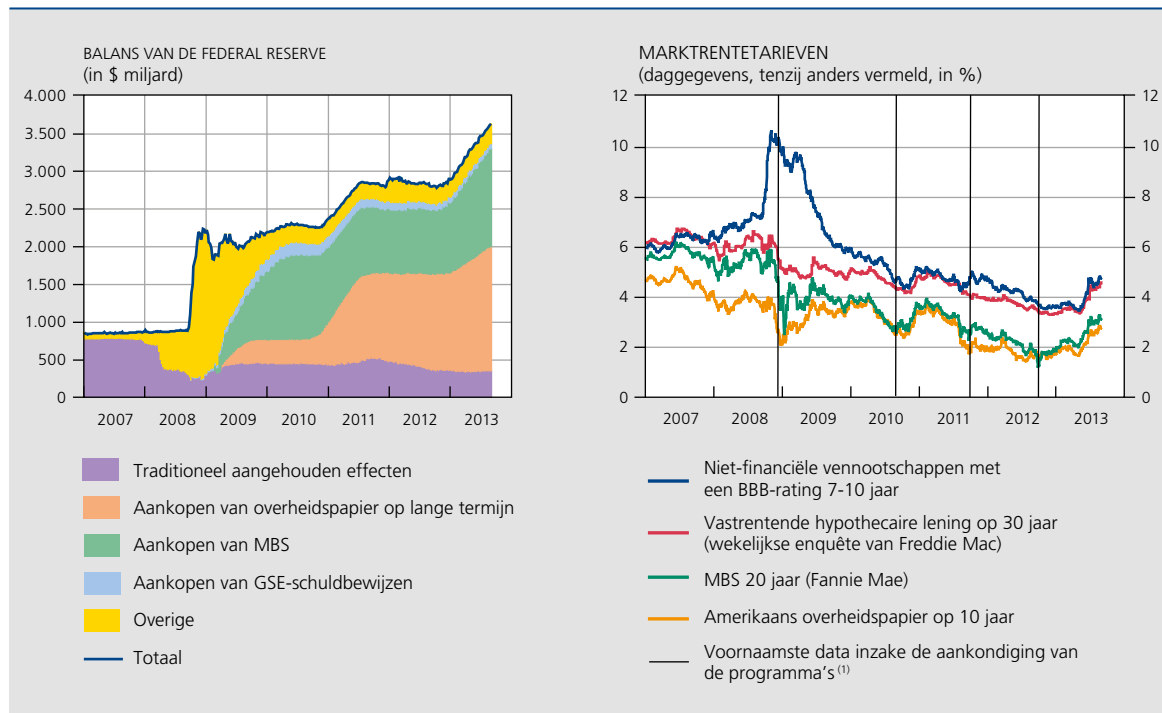
Op 21 september 2011 kondigde de Fed aan dat de terugbetalingen van de MBSs en van de schuldbewijzen van GSEs voortaan zouden worden herbelegd in MBSs en niet langer in overheidspapier. Voorts gaf ze te kennen opnieuw en ten belope van \$ 400 miljard overheidspapier met een resterende looptijd van meer dan zes jaar te willen aankopen en dit te financieren met de verkoop, ten belope van hetzelfde bedrag, van overheidspapier met een resterende looptijd van minder dan drie jaar. Via dit programma trachtte de Fed de rendementscurve af te

(1) Zoals Freddie Mac of Fannie Mae.

(2) Voor een uitvoeriger beschrijving, zie bijvoorbeeld Fawley en Neely (2013).



BALANS VAN DE FEDERAL RESERVE EN MARKTRENTES



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve Bank of Cleveland.

(1) 25 november 2008 voor LSAP1, 10 augustus 2010 voor LSAP2, 21 september 2011 voor MEP en 13 september 2012 voor LSAP3.

vlakken door de langetermijnrente te verlagen ten opzichte van de korte rente. In tegenstelling tot de eerdere programma's, brengt dit derde programma geen toename van de balans van de Fed met zich, doch enkel een verlenging van de looptijd ervan. Het staat bekend als 'Operation Twist' of 'Maturity Extension Program (MEP)'. Op 20 juni 2012 werd het programma verlengd tot eind 2012 voor een additioneel bedrag van \$ 267 miljard.

Het vierde aankoopprogramma, ten slotte, werd aangekondigd op 13 september 2012. In tegenstelling tot de voorgaande programma's, verbond de Fed zich toen niet tot een totaalbedrag maar tot een tempo van maandelijkse aankopen; ze kondigde aankopen van MBSs ten belope van \$ 40 miljard per maand aan. Ze wees erop dat zolang de arbeidsmarktsituatie niet aanzienlijk verbeterde en in een context van prijsstabiliteit, ze door zou gaan met haar aankopen, nieuwe aankopen zou verrichten en van haar andere instrumenten gebruik zou maken tot de toestand verbeterde. Op die basis kondigde de Fed op 12 december 2012 aan dat ze vanaf januari 2013 maandelijks ook langlopend overheidspapier zou aankopen ten belope van \$ 45 miljard, zonder de laatstgenoemde operaties te steriliseren door de verkoop van effecten op korte termijn.

Transmissiekanalen

De grootschalige effectenaankoopprogramma's weerspiegelen in het algemeen de wil van de Fed om, zodra het streeftarief van haar beleidsrente zijn ondergrens had bereikt, de economie verder te stimuleren door rechtstreeks op de lange rente te wegen. Er zijn minstens drie transmissiekanalen waarlangs de impact van de aankopen op de lange rente kan worden verklaard. Een eerste kanaal is het portfolio balance channel. Dat is gebaseerd op de preferred habitat theory, volgens welke de markten onderhevig zijn aan een zekere segmentatie. Door minder langlopende effecten beschikbaar te maken voor particuliere beleggers, beperkt de Fed het renterisico in de

portefeuille van de beleggers, waardoor de door laatstgenoemde gevraagde risicopremie voor het aanhouden van langlopende effecten daalt (Bauer, 2012). Vanwege de risicoloze en zeer liquide aard van overheidspapier, vergroot de specifieke vraag ernaar doorgaans het effect van de aankopen op het rendement ervan. Sommige auteurs hebben het in dat verband over een safety channel (Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen, 2011). Meer algemeen werken de effecten van de aankopen vervolgens door in de andere rentetarieven, dit via de portefeuilleherschikkingen van de beleggers die hun effecten aan de centrale bank hebben verkocht. Een tweede kanaal is het signalling channel. Volgens dit kanaal brengt de centrale bank, door het aankondigen van haar effectenaankopen, de marktdeelnemers op de hoogte van haar wil om haar accommoderend monetair beleid gedurende langere tijd te voeren en kan zij er hen zo van overtuigen om leidinggevende tarieven voor een langere periode op een bodempeil in te prijzen (Bauer en Rudebusch, 2011). Indien de centrale bank bezorgd is over eventuele verliezen, versterken de aankopen van activa haar intentie om de rente laag te houden (Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen, 2011). Een derde mogelijk kanaal, ten slotte, is het market functioning channel, volgens hetwelk de centrale bank via haar aankoopprogramma's de beleggers te kennen geeft dat een grootschalige belegger bereid is de markt te ondersteunen. Omdat de aankoopprogramma's de nervositeit van de beleggers vermindert op het ogenblik dat de financiële voorwaarden verslechteren, ondersteunen de aankopen niet enkel de waarde van de aangekochte effecten, maar meer algemeen ook die van andere effecten op de markt en, derhalve, indirect de financieringsvoorwaarden voor de hele economie.

Doelmatigheid

Het effect dat de aankoopprogramma's sorteren op het rendement van de aangekochte effecten valt niet eenvoudig te ramen. Het blijkt bovendien nog moeilijker te zijn om de gevolgen in te schatten die deze programma's hebben voor de financieringsvoorwaarden van de hele economie en voor de macro-economische situatie in het algemeen. Om de impact van de effectenaankoopprogramma's op de rentetarieven te bestuderen, worden gewoonlijk twee verschillende benaderingen gevolgd. De eerste gaat uit van event studies en bestaat erin de cumulatieve impact, op de rentetarieven, te meten van de mededelingen betreffende de aankooptransacties. Deze methode is niet perfect aangezien ze geen rekening houdt met de effecten buiten de dagen van aankondiging, en niet corrigeert voor andere beschikbare informatie op die dagen; ze biedt evenwel een eerste degelijke benadering van het effect en ze wordt in de literatuur veelvuldig gebruikt (Bauer, 2012). De tweede benadering berust op macro-econometrische modellen die gebruik maken van geavanceerde statistische methodes, maar die vanwege het uitzonderlijke karakter van de effectenaankoopprogramma's van de centrale banken eveneens beperkingen hebben door een tekort aan gegevens. De beschikbare studies wijzen blijkbaar op soortgelijke effecten als die welke naar voren komen uit event studies, hoewel ze over het algemeen kleiner zijn.

Uit de studies naar de gevolgen van de programma's van de Fed blijkt over het algemeen dat de aankopen de financieringskosten gunstig hebben beïnvloed. De doelmatigheid van de programma's zou echter gepaard gaan met afnemende schaalvoordelen. Met andere woorden: hoe lager het rentepeil, hoe moeilijker het wordt ze nog meer te doen dalen. Op basis van een econometrische studie naar de aankopen van overheidspapier in het kader van LSAP1, hebben D'Amico en King (2010) bijvoorbeeld aangetoond dat iedere aankoopoperatie gemiddeld beschouwd geleid heeft tot een rentedaling met zowat 3,5 basispunt op de dag van de aankopen, en dat het programma als geheel een langdurige daling van de rendementscurve met zowat 50 basispunten met zich heeft gebracht. Gagnon, Raskin, Remache en Sack (2011) hebben dan weer geconcludeerd dat LSAP1 het mogelijk heeft gemaakt de termijnpremies voor de tienjaarsrente met 30 tot 100 basispunten te verminderen. Ze voeren aan dat de effecten van de aankopen weliswaar aanzienlijk waren op de markt van hypothecair krediet, maar dat ze in het algemeen ook werden opgetekend voor overheidspapier, obligaties van de private sector en renteswaps. Op basis van het werk van Gagnon et al. (2011), merken Krishnamurthy en Vissing-Jorgensen (2011) op dat LSAP1 en LSAP2 de nominale rente op overheidspapier, schuldbewijzen van de GSEs, obligaties van de private sector en MBSs fors hebben doen dalen, in een mate die verschilt naargelang van de effecten, de looptijden en de programma's. Bauer (2012) van zijn kant concludeert dat de belangrijkste mededelingen inzake LSAP1 een zowat



100 basispunten belopend cumulatief effect op de rente hebben gesorteerd, en dit zowel voor overheidspapier als voor obligaties van de private sector of MBSs. Voor LSAP2 onderkent hij een cumulatief effect van nagenoeg 15 basispunten op hetzelfde papier en van 3 tot 25 basispunten voor het MEP. De beperktere effecten van het tweede en derde programma in vergelijking met die voor LSAP1 worden, behalve aan hun geringere omvang, in het bijzonder toegeschreven aan het feit dat de markten tijdens die periodes vlotter functioneerden (cf. market functioning channel), en aan de rol die forward guidance bij een rentedaling heeft gespeeld. Er zijn zeer weinig studies over LSAP3, gezien het recente karakter van het programma en het feit dat het nog steeds lopende is.

Een andere indicatie van het vermogen van de effectenaankoopprogramma's om de rentetarieven te beïnvloeden, kan – paradoxaal genoeg – worden afgeleid uit de volatiliteit op de financiële markten en uit de rentestijging die in het voorjaar van 2013 voortvloeiden uit de verklaringen van de leden van het FOMC met betrekking tot de toekomst van LSAP3 en, met name, de mogelijkheid om het tempo van de aankopen in de nabije toekomst te laten afnemen. Geconfronteerd met die ongewenste rentestijging beklemtoonde de voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve, Ben Bernanke, in juli dat het vervolg van het programma afhankelijk zou blijven van de economische en financiële omstandigheden (cfr. bijvoorbeeld Bernanke, 2013b). Een en ander illustreert, behalve de effecten van dergelijke aankoopprogramma's, de uitdagingen, meer bepaald inzake communicatie, die gerelateerd zijn aan het beëindigen ervan.

Wat de algemene macro-economische situatie betreft, tonen de studies doorgaans aan dat de omvang van de door de financiële crisis veroorzaakte recessie door de aankoopprogramma's kon worden beperkt. Zo komen Chung et al. (2011) tot de conclusie dat dankzij de stimulus van de effectenaankopen de verslechtering van de situatie op de arbeidsmarkt kon worden ingedijkt en dat wellicht kon worden vermeden dat de economie in een deflatoire situatie belandde, terwijl ook Baumeister en Benati (2013) aanvoeren dat de inkrimping van de rendementen op lange termijn de groei aanzienlijk heeft ondersteund en deflatoire risico's heeft afgewend.

4. Een lage rente en de macro-economische en financiële stabiliteit

Zoals hierboven uiteengezet, varen centrale banken wereldwijd reeds meer dan vijf jaar een zeer accommoderende monetairbeleidskoers die wordt gekenmerkt door een uitermate lage reële rente. Hoewel dit beleid er mede voor heeft gezorgd dat de economische bedrijvigheid niet nog méér is verzwakt, is het niet uitgesloten dat de lage rente ook negatieve effecten sorteert op de financiële en derhalve – tegen een verdere horizon – op de macro-economische stabiliteit. Bijgevolg worden de beleidsmakers mogelijk met een trade-off geconfronteerd⁽¹⁾. Een lage rente tijdens een recessie die gepaard gaat met de afbouw van overmatige schulden, heeft immers complexe economische implicaties.

Een lagere korte rente zorgt er om te beginnen voor dat de financieringskosten van de kredietinstellingen dalen. Het groter wordende verschil tussen de financieringskosten en het rendement op hun – doorgaans langerlopende – activa zorgt ervoor dat de rente- of intermediatie-marge toeneemt. De kredietinstellingen worden financieel

gezonder, waardoor zij vlotter nieuwe kredieten kunnen aanbieden. Bovendien zullen ze de lagere financieringskosten ook voor een deel kunnen doorberekenen aan hun klanten. Zo kunnen huishoudens en ondernemingen zich gemakkelijker financieren, wat de economische bedrijvigheid aanzwengelt. Dit is een belangrijk kanaal waarlangs de korte rente de macro-economische en financiële stabiliteit beïnvloedt.

Een lage rente maakt het aldus minder zwaar om de in het verleden opgebouwde schuldenlast van huishoudens en bedrijven af te bouwen. Een geleidelijke deleveraging van de niet-financiële sectoren is een noodzakelijke voorwaarde voor een geleidelijke deleveraging van de financiële sector en voor een duurzame financiële stabiliteit. Dankzij de lagere rente zullen minder leningen van huishoudens en bedrijven achterstallig worden, waardoor de kredietinstellingen hun rentabiliteit zien verbeteren en ze hun eigen vermogen kunnen verstevigen. Dit is op zijn beurt bevorderlijk voor de macro-economische stabiliteit; kredietinstellingen spelen immers een sleutelrol in de financiering van huishoudens en bedrijven.

(1) Voor een uitgebreide discussie over hoe de eventuele ongewenste effecten van een accommoderend monetair beleid een trade-off creëren, zie White (2012).

GRAFIEK 6 DE GEVOLGEN VAN EEN (LANGDURIG) LAGE RENTEOMGEVING

	Macro-economische sfeer	Financiële sfeer
Voordelen	<ul style="list-style-type: none"> • Lagere financieringskosten voor ondernemingen en huishoudens • Graduele deleveraging ondernemingen en huishoudens • Stabilisatie van de economische bedrijvigheid en vrijwaren van prijsstabiliteit; vermijden van een debt deflation 	<ul style="list-style-type: none"> • Lagere financieringskosten voor financiële instellingen • Graduele deleveraging van financiële instellingen • Minder achterstallige leningen
Mogelijke nadelen en risico's	<ul style="list-style-type: none"> • Evergreening of Zombie Lending ondermijnen de potentiële groei op lange termijn • Destabilisatie van de inflatieverwachtingen met stijgende rentes tot gevolg 	<ul style="list-style-type: none"> • Uitstel van balansherstel (moral hazard) • Search for yield • Blootstelling aan renterisico

Een en ander lijkt erop te wijzen dat een lage rente op die manier aanleiding geeft tot een herverdeling tussen spaarders en kredietnemers. Toch mag niet uit het oog worden verloren dat, bij een hogere rente, heel wat meer kredieten achterstallig zouden worden. Bovendien zouden dan ook meer kredietnemers gedwongen worden hun activa te liquideren, wat tot fire sales en verdere waardeverminderingen van eventueel onderpand leidt. Uiteindelijk is het niet uitgesloten dat spaarders bij een hogere rente nog zwaardere verliezen zouden lijden.

Aangezien een accommoderend monetair beleid de economische bedrijvigheid stimuleert, draagt het er ook toe bij dat een deflatiescenario kan worden vermeden, wat een daling van het prijspeil zou impliceren. Omdat leningen meestal in nominale termen worden uitgedrukt, komt dat neer op een stijging van de in reële termen uitstaande schuld. Het wordt voor kredietnemers dan moeilijker om hun schulden af te bouwen, wat een verdere negatieve impact op de economische bedrijvigheid en de inflatie heeft; een zogeheten debt deflation (Fisher, 1933). Uiteraard heeft dit ook ernstige negatieve gevolgen voor de financiële stabiliteit. De ervaringen tijdens de grote depressie van de jaren dertig en de Japanse crisis van de jaren negentig tonen aan hoe moeizaam schuldafbouw in een nominaal krimpende economie verloopt. Al met al mag dus worden beweerd dat de positieve macro-economische en financiële implicaties van een lagere rente elkaar versterken. Door de economische bedrijvigheid te stimuleren, wordt de financiële stabiliteit verhoogd, wat op zijn beurt bevorderlijk is voor een economische opleving.

Toch kunnen er aan een lagere rente ook enkele nadelen of risico's verbonden zijn. Een belangrijk risico op macro-economisch vlak is dat de lage rente uiteindelijk leidt tot

een tragere productiviteitsgroei. Een langdurig lage rente biedt kredietinstellingen met een zwakke kapitaalpositie de mogelijkheid om leningen van insolvable bedrijven tegen een minieme debetrente te vernieuwen; dit fenomeen wordt wel eens omschreven als zombie lending of evergreening. Verzwakte kredietinstellingen kunnen op die manier vermijden dat, naar aanleiding van een faillissement, hun eigen vermogen zou worden aangetast door het afschrijven van leningen aan bepaalde insolvable bedrijven. Zodoende worden, liever dan nieuwe productieve projecten van solvabele bedrijven, onproductieve projecten van insolvable bedrijven verder gefinancierd, wat een tragere productiviteitsgroei tot gevolg heeft. Dit is allerm minst denkbeeldig in een context waarin de nominale beleidsrente dicht bij nul ligt en banken aan zeer soepele voorwaarden liquiditeiten bij de centrale bank kunnen verkrijgen. Er bestaan ernstige aanwijzingen (Peek en Rosengren, 2005; Caballero et al., 2008) dat een dergelijk pervers mechanisme bijgedragen heeft tot het zogeheten Lost Decade in Japan, waar de productiviteitsgroei in de jaren negentig vrijwel volledig stilviel. De tragere economische groei zal uiteindelijk ook nefast blijken voor de rentabiliteit van de financiële sector, waardoor de financiële stabiliteit verder onder druk zal komen te staan.

In een omgeving waarin de potentiële groei regelmatig neerwaarts moet worden herzien, bestaat ook het risico dat het monetair beleid niet tijdig erkent dat de economie boven haar potentieel wordt gestimuleerd. Het is zeer moeilijk om in real time een onderscheid te maken tussen een vertraging van, enerzijds, de potentiële en, anderzijds, de cyclische groei. Wordt er bijgevolg ten onrechte van uitgegaan dat een groeivertraging vooral door cyclische factoren kan worden verklaard, dan dreigt het monetair beleid de rente al te sterk te verlagen en de prijsstabiliteit in gevaar te brengen.

Een dergelijk scenario deed zich voor in de jaren zeventig en leidde tot een ontsporing van de inflatie en een snelle stijging van de rente (Orphanides, 2002). Hoewel de lage rente bijdraagt tot een geleidelijke schuldafbouw, bestaat voorts ook het risico dat de overheid precies vanwege die lage rente te weinig inspanningen levert om haar schulden af te bouwen. Zo kan – terecht of onterecht – de indruk ontstaan dat de overheid uiteindelijk druk zal uitoefenen op de centrale bank om door middel van een lagere rente en een hogere inflatie het probleem van de overheidsschulden op te lossen (Leeper, 1991; Sims, 1994). Een dergelijke situatie deed zich bijvoorbeeld voor in de Verenigde Staten na de Tweede Wereldoorlog. Alleen al de verwachting van een dergelijk scenario kan op termijn resulteren in een snel oplopende en volatiele inflatie, wat nefast is voor de macro-economische en financiële stabiliteit.

Net zoals de lage rente voor de overheden een prikkel wegneemt om te besparen, kan ze er ook voor zorgen dat financiële instellingen minder geneigd zullen zijn hun schulden af te bouwen en hun balansen te saneren. Het is zelfs niet uitgesloten dat de lagere rente financiële instellingen ertoe aanzet buitensporige financiële risico's te nemen; in dat geval is er sprake van een *search for yield* (Rajan, 2005). De reden hiervoor kan zijn dat financiële instellingen vooral op korte termijn winsten willen boeken of dat zij er zich in het verleden jegens hun klanten toe hebben verbonden bepaalde minimumrendementen te genereren. Hierdoor kunnen er in de toekomst nog grotere problemen ontstaan met betrekking tot de financiële en macro-economische stabiliteit.

Daarnaast moet ook worden vermeden dat financiële instellingen als gevolg van een persistent lage rente het opwaarts renterisico zouden onderschatten. De rente kan op korte termijn vlug stijgen indien de economische bedrijvigheid bijvoorbeeld plots snel zou verbeteren, waardoor de inflatie rapper dan verwacht zou oplopen. Een dergelijk scenario is op het vlak van de financiële stabiliteit wellicht nog relatief onschuldig omdat de aantrekkende economische bedrijvigheid een positieve impact heeft op de gezondheid van de financiële instellingen. In geval van een aanbodschok of als gevolg van bezorgdheid over de geloofwaardigheid van de centrale bank, kan de inflatie echter ook ineens stijgen zonder dat de economische bedrijvigheid erop vooruitgaat. Ook de in de lange rentes vervatte risicopremies – die momenteel, zoals eerder aangetoond, wellicht negatief zijn – kunnen onverwacht snel stijgen.

De nadelen en potentiële risico's die een accommoderend monetair beleid en een lagerenteomgeving op macro-economisch en financieel niveau impliceren, dienen

te worden afgewogen tegen de voordelen ervan. Er zij evenwel opgemerkt dat een lage rente momenteel de beste omstandigheden schept voor een hogere rente in de toekomst. Bernanke (2013a), bijvoorbeeld, argumenteert dat precies dankzij het momenteel laag houden van de rente, de economie zal kunnen opleven en de rente in de toekomst opnieuw nauwer bij de evenwichtsrente zal aansluiten. Op die manier worden een deflatoire druk en de daaraan gekoppelde lage rentetarieven immers vermeden. Bovendien is het enkel het cyclische gedeelte van de rentedaling dat door het accommoderend monetair beleid kan worden verklaard. De daling van de risicoloze rente is per slot van rekening deels toe te schrijven aan de lagere vooruitzichten inzake de potentiële groei, waarop het monetair beleid geen invloed heeft (Apel en Claussen, 2012). Het monetair beleid kan deze – monetairbeleidsvreemde – daling van de evenwichtsrente moeilijk compenseren via een verstrakking omdat dit de risico's voor de macro-economische stabiliteit aanzienlijk zou doen toenemen.

De effectiviteit van het accommoderend monetair beleid hangt echter ook in hoge mate af van de ijver waarmee andere beleidsdomeinen hun overmatige schulden afbouwen en ertoe bijdragen dat de lage rente niet leidt tot het nemen van buitensporige risico's. Door middel van een tijdelijk lagere rente kan het monetair beleid voornamelijk tijd kopen en aldus een geleidelijke aanpassing ondersteunen. Mochten zowel de niet-financiële sectoren als de financiële instellingen deze extra ademruimte niet benutten om de noodzakelijke schuldafbouw door te voeren, dan zullen de nadelen van een accommoderend monetair beleid allicht groter zijn dan de voordelen ervan. Een passend budgettair en prudentieel beleid dat gericht is op een geleidelijke schuldafbouw en op het afwenden van nieuwe overmatige financiële risico's lijkt dan ook van cruciaal belang. Een passend structureel beleid kan bovendien positief bijdragen aan een stijging van het groeipotentieel op lange termijn, waardoor het gedeelte van de risicoloze rente waarop het monetair beleid geen invloed heeft, op termijn opnieuw kan stijgen.

Hieronder wordt nader ingegaan op twee specifieke risico's die zich kunnen manifesteren in een omgeving waarin de nominale risicoloze rente erg laag is. Zo worden de uitdagingen belicht die gegarandeerde minimumrendementen impliceren voor verzekeraars en pensioenfondsen en wordt nagegaan wat de risico's van een plotselinge, sneller dan verwachte, rentestijging zijn.

5. Twee specifieke risico's van een lage rente

5.1 Een langdurig lage rente, verzekeraars en pensioenfondsen

Een lagere rente raakt spaarders en kredietnemers in een economie op een zeer verschillende manier. Terwijl kredietnemers lagere afbetalingskosten genieten, komt een lagere rente voor spaarders overeen met lagere (toekomstige) rente-inkomsten, afhankelijk van de looptijd van hun activa. Deze problematiek komt duidelijk tot uiting in de problemen waarmee levensverzekeraars en pensioenfondsen worden geconfronteerd, vooral die welke hun klanten een minimumrendement hebben gegarandeerd (Antolin et al., 2011).

Een daling van de rente doet in economische termen⁽¹⁾ de waarde van zowel de passiva als de activa van levensverzekeraars en pensioenfondsen stijgen (Bank of England, 2012). Bij een gegarandeerd rendement gaat de waarde van de typisch zeer langlopende passiva van deze instellingen stijgen omdat de disconteringsvoet waarmee de toekomstige verplichtingen worden verdisconteerd, daalt. Vooral indien deze toekomstige verplichtingen niet onder een vooraf bepaald minimum kunnen zakken, zorgt een sterk dalende rente ervoor dat de actuele waarde van de toekomstige verplichtingen toeneemt. Tegelijk stijgt de actuele waarde – en dus de prijs – van de activa die ze aanhouden. Dit geldt zowel voor vastrentende activa – zoals obligaties – als voor aandelen. Deze laatste zien hun waarde trouwens ook omhooggaan dankzij het vooruitzicht op hogere toekomstige dividenden als gevolg van het positieve effect van de lage rente op de economische bedrijvigheid. Een lagere rente hoeft dus niet noodzakelijkerwijs een bedreiging te vormen voor de financiële stabiliteit van levensverzekeraars en pensioenfondsen, althans niet wanneer de gemiddelde looptijd van de activa overeenstemt met die van de passiva.

In de praktijk, echter, beleggen deze instellingen blijkbaar meestal in activa die een kortere looptijd hebben dan hun passiva; dit komt onder meer omdat er op de financiële markten niet noodzakelijkerwijs voldoende langlopende activa beschikbaar zijn. Wanneer de activa volledig belegd zijn in vastrentende waarden en de rente daalt, zullen de passiva – in geval van een kortere looptijd van de activa – sterker in waarde stijgen dan de activa.

Anders gezegd, indien de rente persistent laag blijft, zal de bewuste instelling op de vervaldag van de schuldtitels de middelen opnieuw moeten beleggen tegen een lagere rente (NBB (2013) licht de omvang van dit fenomeen in België toe). De grotere stijging van de passiva tast aldus het eigen vermogen aan. Indien de gegarandeerde rendementen moeten worden gehonoreerd, kunnen de solvabiliteit en de financiële stabiliteit op die manier in het gedrang komen. Deze vereenvoudigde voorstelling is uiteraard onvolledig aangezien ze geen rekening houdt met de vele complexiteiten die kenmerkend zijn voor de sector. Verzekeraars en pensioenfondsen kunnen bijvoorbeeld hun renterisico eveneens indekken via derivaten, terwijl ook verschuivingen in de productmix – met name door minder producten met gegarandeerde rendementen aan te bieden – de weerslag van een dalende rente kunnen helpen dragen.

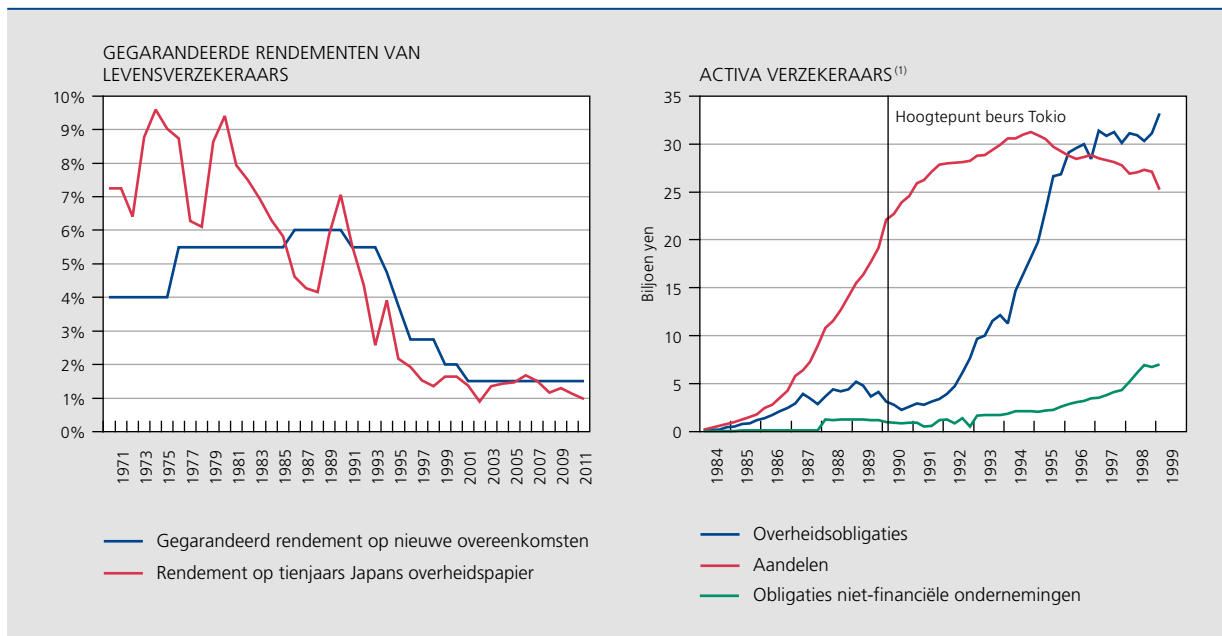
Het is niet uitgesloten dat levensverzekeraars en pensioenfondsen die worden geconfronteerd met een dalende risicoloze rente en relatief hoge gegarandeerde rendementen, op zoek gaan naar hogere rentende activa. Dit is bijvoorbeeld mogelijk door te beleggen in risicovollere instrumenten (BIB, 2011). De ervaring van levensverzekeraars in Japan tijdens de jaren negentig leert dat, als reactie op de fors gedaalde risicoloze rente, een zekere search for yield bij verzekeraars niet denkbeeldig is. Vóór het uiteenspatten van de zeepbel op de Japanse beurs kenden Japanse levensverzekeraars hun polishouders relatief hoge gegarandeerde rendementen toe, ondanks een ten opzichte van de vroege jaren tachtig gedaalde lange rente op overheidspapier.

Tijdens de boomerperiode aan het einde van de jaren tachtig kochten Japanse levensverzekeraars dan ook hoofdzakelijk aandelen die tijdens de beursbuis hoge rendementen opleverden. Na het uiteenspatten van de zeepbel op de beurs wijzigden ze hun beleggingsstrategie en gingen ze steeds meer in als veilig gepercipieerd Japans overheidspapier beleggen. Toch bleek deze strategie op termijn niet houdbaar. Vanwege de voortdurende groeivertraging en het accommoderend monetair beleid daalde de rente op langerlopend overheidspapier immers onder het niveau van de gegarandeerde rendementen op nieuwe overeenkomsten. Deze rendementen werden slechts zeer geleidelijk neerwaarts bijgesteld. Bovendien was de mogelijkheid om rendementsgaranties voor bestaande overeenkomsten neerwaarts bij te stellen, wetmatig beperkt (BIB, 2011).

Grafiek 7 toont aan dat, terwijl de risicoloze rente daalde, de Japanse levensverzekeraars in beperkte – zij het toch toenemende – mate gingen investeren in typisch hoog-rentende, maar ook risicovollere bedrijfsobligaties, een

(1) In boekhoudkundige termen hoeft de waardering van sommige balansposten van levensverzekeraars en pensioenfondsen niet noodzakelijkerwijs te veranderen. Onder Solvency I wordt het effect van lagere rentes op de actuele waarde van de passiva bijvoorbeeld niet in aanmerking genomen voor de berekening van de solvabiliteitsmarge. Solvency II zou dit verhelpen (zie ook NBB, 2013).

GRAFIEK 7 JAPANESE VERZEKERAARS TIJDENS DE JAREN NEGENTIG



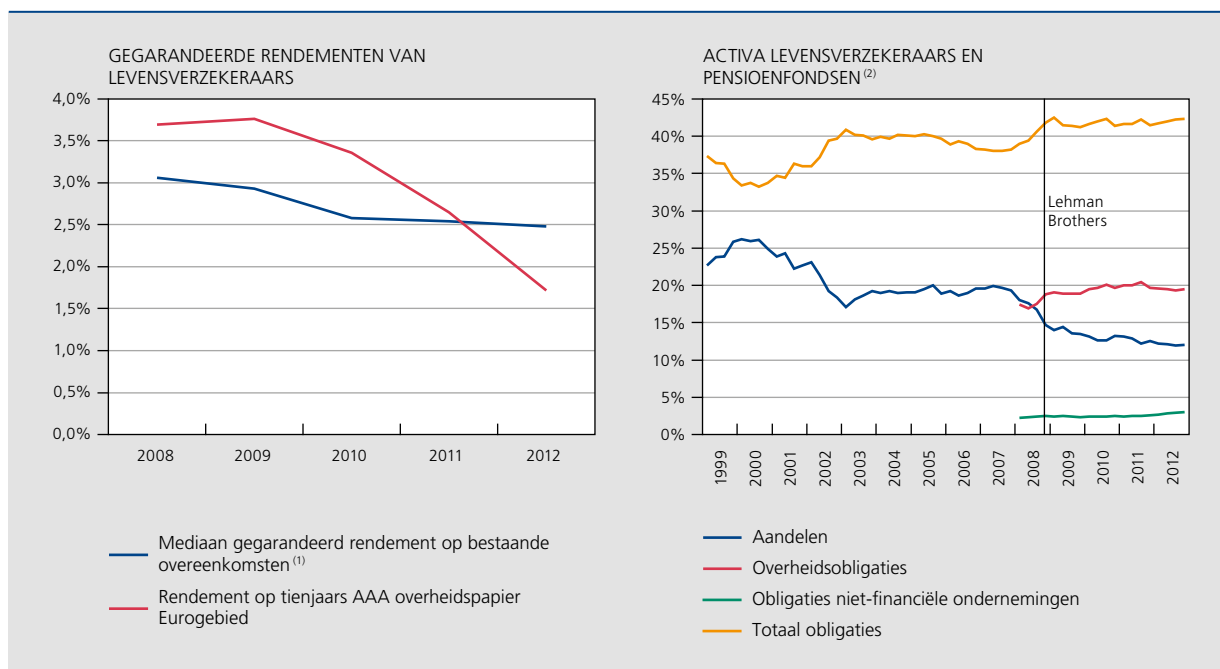
Bronnen : Swiss Re, Bank of Japan, Federal Reserve Bank of Saint-Louis.
 (1) Op kwartaalbasis gecumuleerde transacties.

activaklasse waar ze tevoren geen belangstelling voor hadden. Toch is een dergelijke strategie niet noodzakelijkerwijs bevorderlijk voor de financiële stabiliteit. Activaklassen waar, ondanks de hogere verwachte rendementen, ook een zwaarder kredietrisico aan verbonden is, kunnen door eventuele wanbetalingen tot aanzienlijke verliezen leiden en aldus, op hun beurt, de financiële stabiliteit van de levensverzekeraars in het gedrang brengen. Mede als gevolg van de onhoudbare gegarandeerde rendementen en een ontoereikend activa- en passivabeheer zijn heel wat Japanse levensverzekeraars aan het einde van de jaren negentig en het begin van de 21ste eeuw dan ook over de kop gegaan (BIB, 2011).

Het is dan ook de vraag in welke mate er vandaag vergelijkbare risico's bestaan in andere geavanceerde economieën waar de rente de afgelopen jaren eveneens sterk is gedaald. Op Europees niveau blijkt dat het gemiddeld gegarandeerd rendement op uitstaande contracten van levensverzekeraars, hoewel het sinds 2008 terugloopt, in een aantal Europese landen (inclusief Zwitserland) recentelijk ietwat boven de risicoloze rente noteert. Wat de recente beleggingsstrategie van deze sector in het eurogebied betreft, zijn er blijkbaar enkele parallellen met de Japanse situatie tijdens de jaren negentig. Ook daar daalden, na het faillissement van Lehman Brothers, de aandeelbeleggingen aanzienlijk

in waarde; er wordt ook meer belegd in obligaties die een vast rendement beloven. Sedert eind 2008 noteert zowel het aandeel van overheidsobligaties als dat van obligaties van niet-financiële bedrijven hoger. Net zoals in Japan heeft het aandeel van de typisch risicovollere obligaties van niet-financiële bedrijven inmiddels ietwat meer plaats ingenomen in de beleggingsportefeuille van levensverzekeraars en pensioenfondsen. Het portefeuilleaandeel van de obligaties aan niet-financiële ondernemingen blijft vooralsnog weliswaar klein, maar vanaf begin 2011, toen de risicoloze rente sterk daalde, neemt het toe. Er zij bovendien opgemerkt dat de indirecte blootstelling aan de verschillende beleggingsproducten via investeringsfondsen, die eveneens een ruim aandeel van de activa van verzekeraars en pensioenfondsen uitmaken, hier niet in aanmerking wordt genomen. De indirecte blootstelling aan obligaties via die instrumenten zou naar raming zowat 11% van de totale activa bedragen (ECB, 2010).

Het is uiteindelijk niet altijd eenvoudig om op basis van de financiële rekeningen uitspraak te doen over de mate waarin de lagerenteomgeving de sector van levensverzekeraars en pensioenfondsen voor uitdagingen plaatst. Toch zijn er nog andere aanwijzingen dat in deze sector een search for yield waarneembaar is. Het IMF (2013b) stelt bijvoorbeeld vast dat de risicotolerantie van Amerikaanse pensioenfondsen en verzekeraars



Bronnen: ECB, EIOPA.

(1) Data voor een staal van verzekeraars in de EU en Zwitserland.

(2) In % van de totale activa. Waarderings-effecten – en niet louter financiële transacties – beïnvloeden de getoonde aandelen.

toeneemt naarmate hun financiële soliditeit afneemt. Antolin et al. (2011) geven aan dat pensioenfondsen hun activa steeds meer beleggen in bijvoorbeeld opkomende economieën, hedge funds en private equity fondsen. De huidige stand van de risicoloze rente impliceert dus een uitdaging voor de sector van levensverzekeraars en pensioenfondsen en kan deze ertoe aanzetten risicovoller te gaan beleggen teneinde op die manier alsnog hogere rendementen te behalen. Dit impliceert echter risico's voor de financiële stabiliteit op kortere of middellange termijn; de toezichthouders worden er dan ook toe geroepen waakzaam te zijn en de sector zelf wordt aangemaand tot voorzichtigheid (EIOPA, 2013; NBB, 2013).

5.2 Een plots sterk stijgende rente

Niet enkel de rente die geruime tijd laag blijft, maar ook een plotse sterke stijging ervan vormt een mogelijke bedreiging voor de financiële en macro-economische stabiliteit. Daarom wordt eerst kort stilgestaan bij de implicaties van een sterk stijgende rente voor financiële instellingen. Vervolgens wordt dieper ingegaan op een historische periode van fors stijgende rentes – de sterke rentestijgingen op de obligatiemarkten van tal van geavanceerde economieën na de verkrapping van het Amerikaans monetair beleid

begin 1994 – en op de vraag welke lessen daar kunnen worden uit getrokken om de situatie vandaag beter te begrijpen.

Aan de activazijde zorgt een stijgende rente, enerzijds, voor hogere rente-inkomsten op nieuwe kredieten. Anderzijds leidt ze ook tot een waardeverlies voor vastrentende activa, een verlies dat groter is naarmate de looptijd van de activa langer is. Dit waardeverlies zal weliswaar pas tot uiting komen op het ogenblik dat de activa tegen de lagere notering worden verkocht. Zolang de activa tot op de vervaldag worden aangehouden, wordt geen verlies geboekt. Aan de passivazijde brengt een stijgende rente voornamelijk hogere financieringskosten met zich. Dit effect manifesteert zich uiteraard sneller naarmate de financiering meer tegen een variabele rente of op kortere termijn gebeurt.

De totale impact van een snelle rentestijging op een financiële instelling is een samenspel van verschillende factoren. Om te beginnen, is de relatieve looptijd van de activa ten opzichte van de passiva belangrijk. In tegenstelling tot wat het geval is bij de voornoemde levensverzekeraars en pensioenfondsen, hebben de passiva van banken typisch een kortere looptijd dan hun activa. Dit impliceert dat een rentestijging de actuele waarde van de activa – althans in een marked-to-market benadering – sterker doet

dalen dan die van de passiva, waardoor de rentabiliteit onder druk komt te staan. Daarnaast is de impact van een rentestijging ook afhankelijk van de relatieve stijging van de korte versus lange rente. Aangezien banken aan looptijdtransformatie doen, zullen zij relatief minder winst boeken naarmate de korte rente fors stijgt dan de lange rente.

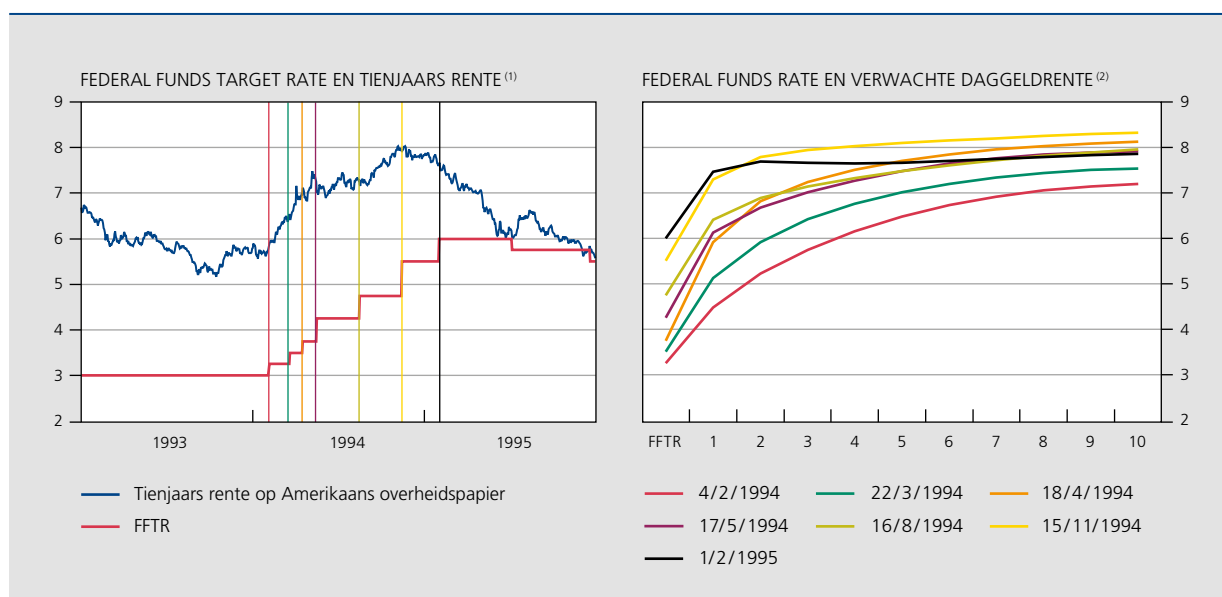
Voorts is wellicht het waarom van de rentestijging belangrijk voor het uiteindelijk effect op de rentabiliteit van de financiële instellingen. Een door een aantrekkende vraag ingegeven verscherping van de monetairbeleidskoers hoeft niet noodzakelijkerwijs de winstgevendheid van de banken onder druk te zetten. Door een levendiger vraag kunnen banken immers meer nieuwe kredieten verstrekken, terwijl het negatieve effect van een hogere rente op de afbetalingslast van kredietnemers niet noodzakelijkerwijs tot meer wanbetalingen op kredieten zal leiden (IMF, 2013b). De inkomens van kredietnemers stijgen immers als gevolg van de verbeterde economische bedrijvigheid. Een rentestijging die daarentegen ingegeven is door een negatieve aanbodschok die de inflatie en de inflatieverwachtingen doet stijgen, maar de economische bedrijvigheid doet dalen, zet de winstgevendheid van banken eerder onder druk. Door de vertragende economische bedrijvigheid zullen er immers minder nieuwe kredieten worden verleend en stijgt het risico dat de uitstaande kredieten niet worden terugbetaald.

De onrust op de obligatiemarkten in 1994 en het monetair beleid

Tegen de achtergrond van de volatiele obligatiemarkten in de eerste helft van 2013 rijst de vraag in welke mate momenteel het risico bestaat dat de rente sterk gaat aantrekken. Daarbij wordt vaak verwezen naar de periode van forse rentestijgingen in de Verenigde Staten in 1994 naar aanleiding van de toenmalige forse verkrapping van de Amerikaanse monetairbeleidskoers. Bovendien breidde de stijging van de Amerikaanse risicoloze rente zich snel uit naar andere geavanceerde economieën, met aanzienlijke dalingen van de mondiale obligatiekoersen tot gevolg. Het is dan ook nuttig om het monetair beleid en de macro-economische context van vandaag te vergelijken met de situatie in 1994.

Tussen februari 1994 en februari 1995 trok het Federal Open Market Committee (FOMC), het beleidsorgaan van de Federal Reserve, de beleidsrente op van 3 % tot 6 %. Ondertussen steeg de rente op Amerikaans tienjaars overheidspapier in het najaar van 1994 van zowat 5,7 % tot meer dan 8 %. In de herfst van 1995 liep ze vervolgens weer terug tot onder de 6 %. Grafiek 9 toont, voor elke dag met een renteverhoging in de bewuste periode, de op dat ogenblik geldende beleidsrente en het door de rendementen op Amerikaans overheidspapier geïmpliceerde verwachte peil van de risicoloze rente voor een heel korte

GRAFIEK 9 DE ABRUPTE STIJGING VAN DE RENTE IN DE VS IN 1994



Bronnen: Thomson Reuters Datastream, Gürkaynak et al. (2006).

(1) De grafiek geeft het streefdoel weer voor de federal funds rate (Federal Funds Target Rate, FFTR). De verticale lijnen duiden de data aan waarvoor in de rechtergrafiek een (verwachte) rentecurve is weergegeven.

(2) De grafiek geeft, voor elke vermelde datum, het op die dag geldende streefdoel voor de federal funds rate, alsook de uit de rendementscurve van Amerikaans overheidspapier afgeleide impliciete daggeldrente die wordt verwacht binnen één tot tien jaar na de vermelde datum.

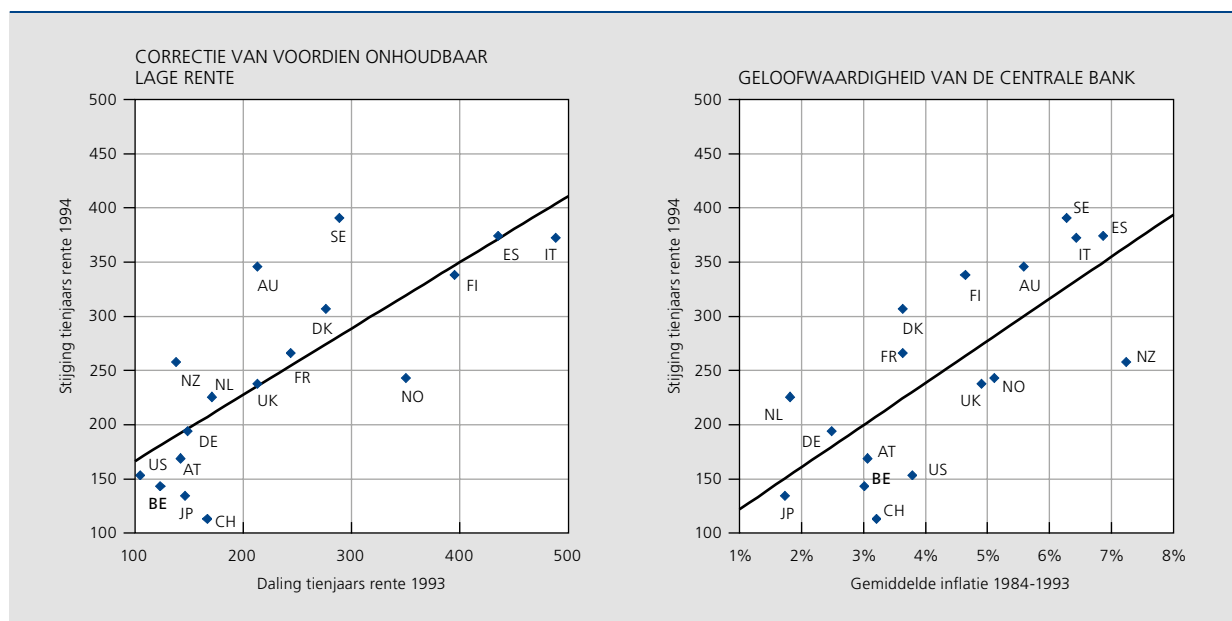
periode tijdens de volgende tien jaar. Op die manier wordt een beeld verkregen van het verwachte pad van de daggeldrente tijdens de volgende tien jaar (Gürkaynak et al., 2006). Hieruit blijkt dat de opeenvolgende verhogingen van de beleidsrente door het FOMC de marktpartijen ertoe hebben aangezet het verwachte rentepad min of meer parallel opwaarts te herzien en aldus een hogere tienjaars rente in te prijzen. Aan het einde van de opwaartse rentecyclus ging de lange rente opnieuw dalen doordat het rentepad neerwaarts werd herzien. Afgezien van de sterke stijging van de lange rente, bleven de gevolgen van deze verkrapping voor de financiële markten vrij beperkt. Initieel liepen de aandelenprijzen immers terug, maar vanaf de zomer van 1994, toen zowel de werkloosheid als de inflatie verder zakte, herstelden ze zich (Goldman Sachs, 2013).

Om de agressieve renteverhogingen van het FOMC beter te begrijpen, is het nuttig dieper in te gaan op de economische context tijdens deze periode. De beleidsrente lag reeds vanaf september 1992 op 3%, een laag peil voor die tijd, terwijl de lange rente terugliep van ongeveer 8,5% aan het einde van de jaren tachtig tot 5,5% in 1993. Gelet op de aantrekkelijke economie vreesde het FOMC dan ook dat de inflatieverwachtingen opwaarts zouden worden beïnvloed – nadat in de jaren tachtig een desinflatiebeleid was gevoerd –, wat het FOMC ertoe aanzette de rente te verhogen (Goodfriend, 2010). Enkele FOMC-leden interpretererden de sterk stijgende langetermijnrente tijdens

de opwaartse cyclus dan ook als zijnde aangedreven door stijgende inflatieverwachtingen, wat op zijn beurt verdere renteverhogingen vereiste. Vandaar dat deze periode ook wel als een inflation scare wordt omschreven. Daarnaast blijkt uit de notulen van de vergaderingen van het FOMC dat de leden van dit Committee de forse rentedaling van de jaren voordien ongedaan trachtten te maken door agressieve en onverwachte renteverhogingen. De voorafgaande daling was volgens hen immers ook het gevolg van speculatieve beleggingen. Daarom was een verrassingselement in de renteverhogingen en de stijgende lange rente wellicht zelfs gewenst. De bewuste FOMC-leden bleken het bij het rechte eind te hebben: heel wat middels kortetermijnschulden gefinancierde beleggers waren actief in de markt voor Treasuries. Ze zagen zich dan ook verplicht hun posities versneld af te bouwen zodat de koersen sterk daalden en de lange rente aanzienlijk steeg (Turner, 2013).

De volatiliteit op de Amerikaanse markt leidde ook op de markten voor overheidspapier van andere geavanceerde economieën tot meer volatiliteit (Borio en McCauley, 1995; BIB, 1995). De stijging van de lange rente in een aantal landen kan grotendeels worden verklaard door, enerzijds, een correctie van de rentedaling in 1993 en, anderzijds, de mate waarin het monetair beleid geloofwaardigheid had opgebouwd. Naarmate de rentes in 1993 sterker daalden, bleek ook de daaropvolgende rentestijging in 1994 groter uit te vallen. Er zijn inderdaad aanwijzingen (BIB, 1995) dat de obligatiemarkten in een aantal

GRAFIEK 10 VERKLARINGEN VOOR DE INTERNATIONALE STIJGING VAN DE LANGETERMIJNRENTES IN 1994
(in basispunten, tenzij anders vermeld)



Bronnen: Thomson Reuters Datastream.

landen aan het einde van 1993 overgewaardeerd waren. Daarnaast blijkt ook dat in de landen die in het verleden betere resultaten boekten op het vlak van prijsstabiliteit, de lange rente veel minder sterk steeg. Dit bewijst dat het monetair beleid in deze landen geloofwaardiger was en dat de inflatieverwachtingen voor de lange termijn er beter verankerd waren, waardoor een inflation scare beter kon worden afgewend.

De risicoloze lange rente is de afgelopen maanden in verschillende landen aanzienlijk gestegen in de nasleep van de verbeterde - vooral Amerikaanse - macro-economische vooruitzichten en naar aanleiding van de mededeling door bestuursleden van de Amerikaanse centrale bank dat het tempo waarin Amerikaans overheidspapier wordt aangekocht, vermoedelijk zal vertragen. Bij het afsluiten van dit artikel bleven de stijgingen, in vergelijking met 1994, niettemin nog beperkt. Kan een scenario zoals dat van 1994 zich vandaag herhalen? Vooreerst zij opgemerkt dat de geavanceerde economieën momenteel een lage inflatie hebben en onder hun capaciteit opereren, wat voor de nabije toekomst een plotse en aanzienlijke verscherping van de monetairbeleidskoers eerder onwaarschijnlijk maakt. Daarnaast zijn er – voor de lange rente relevante – aanzienlijke verschillen tussen de wijze van monetairbeleidsvoering in de VS in 1994 en de wijze van monetairbeleidsvoering door centrale banken in geavanceerde economieën vandaag.

Wat het kortere eind van de rendementscurve betreft (in dit artikel wordt daarmee een termijn van ongeveer vijf

jaar bedoeld), is de communicatiestrategie van de centrale banken de afgelopen decennia fundamenteel gewijzigd. Een sprekend bewijs daarvan is het feit dat het FOMC voor het eerst na de vergadering van februari 1994 haar rentebeslissing toelichtte. Voorheen dienden de marktpartijen de monetairbeleidskoers af te leiden uit de openmarkttransacties van de centrale bank. Vandaag beschikken centrale banken over een breed scala aan communicatiemiddelen (persberichten, persconferenties, notulen van vergaderingen, ...) die marktpartijen helpen het denken van de centrale bank te begrijpen. Bovendien wordt niet enkel gecommuniceerd over de huidige monetairbeleidskoers, maar wordt ook meer of minder expliciet een beeld geschetst over het toekomstige beleid. Sommige centrale banken (bv. Sveriges Riksbank, Norges Bank) kiezen er reeds geruime tijd voor hun eigen verwachting ten aanzien van het toekomstige rentepad te publiceren. Andere zoals de Fed, en meer recentelijk ook de ECB en de Bank of England, hebben ervoor geopteerd om, zonder evenwel een concreet rentepad te publiceren, aan te geven dat ze verwachten dat de beleidsrente voor geruime tijd laag zal blijven. Met zijn beleid van forward guidance, dat gebaseerd is op macro-economische kerncijfers (werkloosheid en inflatievooruitzichten), stuurt het FOMC vandaag expliciet het korte eind van de rentecurve. Dit staat in schril contrast met het vrijwel niet-bestaan van communicatie over de monetairbeleidskoers medio jaren negentig. Kader 2 bevat een toelichting bij het forward guidance-beleid van de ECB dat haar heeft geholpen om met name spill-overeffecten van de stijgende Amerikaanse rentes op haar monetairbeleidskoers te beperken.

Kader 2 – Forward guidance en de ECB

De financiële crisis heeft er de centrale banken wereldwijd toe aangezet een uiterst accommoderend monetair beleid te voeren. Daartoe hebben de centrale banken niet alleen tot klassieke verlagingen van de beleidsrentes besloten, maar hebben zij ook heel wat niet-conventionele maatregelen genomen, bijvoorbeeld forward guidance. Hoewel sommige centrale banken reeds vóór de financiële crisis in meer of minder duidelijke bewoordingen communiceerden over hun toekomstig rentepad, schakelden een aantal onder hen tijdens de crisis over op forward guidance inzake hun verwachtingen ten aanzien van hun toekomstig rentepad. Dat is bijvoorbeeld het geval voor de Federal Reserve en, sinds augustus 2013, voor de Bank of England.

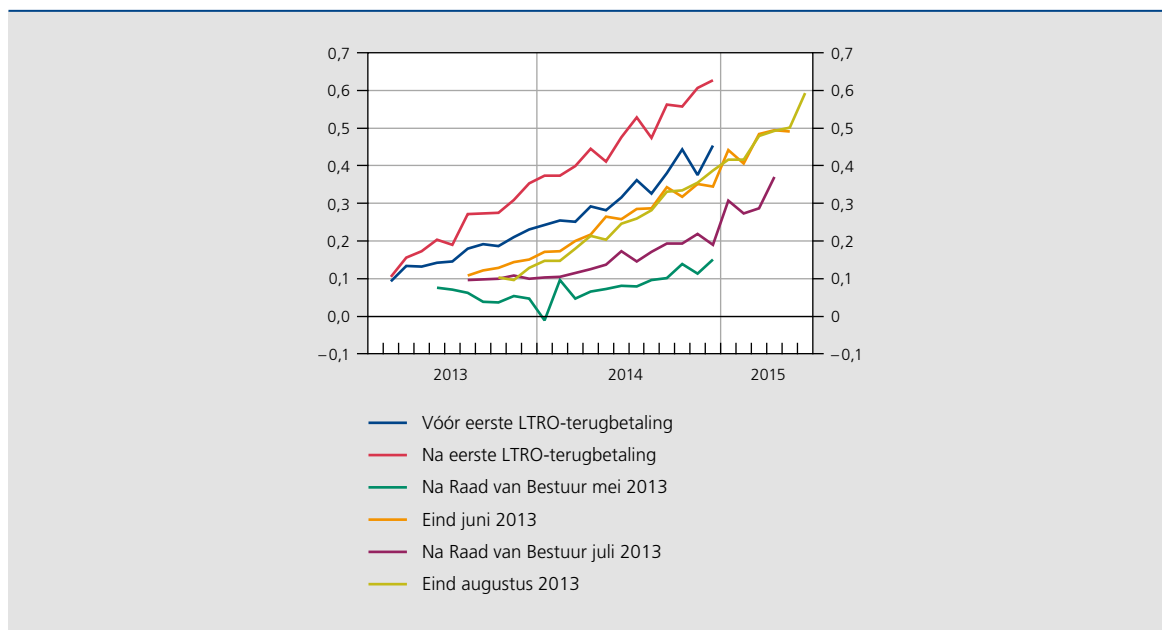
Ook de ECB is in juli 2013 meer expliciet over haar toekomstig rentebeleid beginnen te communiceren. Reeds sinds de start van EMU houdt de voorzitter een persconferentie na afloop van de vergadering van de Raad van Bestuur. Bovendien publiceert de ECB reeds geruime tijd de driemaandelijkse macro-economische projecties van haar medewerkers. Op die manier konden waarnemers zich reeds indirect een beeld vormen van hoe het toekomstig rentebeleid van de ECB, op basis van haar economische vooruitzichten, eruit zou zien. Toch heeft voorzitter Draghi naar aanleiding van de vergadering van de Raad van Bestuur van begin juli 2013 voor het eerst expliciet vermeld dat de beleidsrentetarieven van de ECB naar verwachting gedurende een langere periode op het huidige of op een



lager niveau zullen gehandhaafd blijven. Deze verwachting is gebaseerd op de algemeen gematigde vooruitzichten voor de inflatie, ook op middellange termijn, gezien de zwakte van de reële economie en de gematigde monetaire dynamiek.

VERWACHTINGEN DAGGELDRENTE

(forward eonia swaps, driedaags gemiddelde)



Bron: Bloomberg.

Hoewel de Raad van Bestuur van de ECB voorheen niet dermate expliciet communiceerde over de toekomstige monetairbeleidsdoelstellingen, is deze communicatie op zich toch geen volledig nieuw verschijnsel. Eind januari 2013 impliceerden de eerste – groter dan verwacht – terugbetalingen van de driejaars herfinancieringsoperaties op lange termijn een opwaartse verschuiving van het verwachte verloop van de daggeldrente Eonia. Verdere omvangrijke terugbetalingen zouden immers het toen nog erg grote liquiditeitsoverschot hebben doen verkleinen en zodoende een opwaarts effect hebben gesorteerd op de daggeldrente. Begin februari deelde voorzitter Draghi evenwel mee dat een dergelijke stijging van de daggeldrente niet noodzakelijkerwijs in overeenstemming was met een op prijsstabiliteit gericht beleid. Daarom werd duidelijk te kennen gegeven dat de voorwaarden op de geldmarkt en de impact ervan op de monetairbeleidsdoelstellingen nauwlettend zouden worden gevolgd en dat het monetair beleid accommoderend zou blijven, een boodschap die in de daaropvolgende maanden zou worden herhaald.

In mei 2013 oordeelde de Raad van Bestuur van de ECB dat het, gelet op de economische vooruitzichten, passend was het monetair beleid verder te versoepelen. Zo verlaagde hij de rente op basisherfinancieringstransacties met 25 basispunten tot 0,5 % en die op de marginale beleningsfaciliteit met 50 basispunten tot 1 %, terwijl de rente op de depositofaciliteit onveranderd bleef op 0 %. In het licht van de communicatie daaromtrent, achtten marktdeelnemers een negatieve rente op de depositofaciliteit in de toekomst evenwel niet uitgesloten, wat de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige daggeldrente fors deed dalen.



Vanwege een verder krimpend liquiditeitsoverschot en een zekere spillover van de stijgende rendementen op Amerikaans overheidspapier, gingen de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige daggeldrente er in juni evenwel opnieuw op vooruit. Daarom communiceerde de Raad van Bestuur in juli 2013 dan ook expliciet over zijn verwachte toekomstige basisrentetarieven en liet hij er geen twijfel over bestaan dat deze naar verwachting gedurende een langere periode op het huidige of op een lager niveau zullen blijven. Deze formulering houdt ook in dat de ECB niet uitsluit dat de basisrentetarieven nog kunnen worden verlaagd, en dat de ondergrens bijgevolg nog niet bereikt is. Onmiddellijk na deze communicatie zijn de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige daggeldrente dan ook gedaald. Nadien zijn de renteverwachtingen opnieuw gestegen in het licht van betere macro-economische cijfers. Het is echter waarschijnlijk dat zonder forward guidance de renteverwachtingen vandaag hoger zouden zijn.

Deze gewijzigde communicatiestrategie beoogt voornamelijk de reactiefunctie van de centrale bank te verduidelijken. Stijgingen van de daggeldrente als gevolg van terugbetalingen van liquiditeiten door tegenpartijen zijn immers niet noodzakelijkerwijs in overeenstemming met een op prijsstabiliteit gericht monetair beleid, aangezien verbeteringen in de financieringssituatie van banken niet per se gepaard gaan met verbeterde vooruitzichten voor de prijsstabiliteit. Forward guidance helpt de Raad van Bestuur van de ECB dan ook de verwachtingen ten aanzien van de toekomstige rente beter te sturen teneinde de monetairbeleidskoers af te stemmen op de vooruitzichten inzake prijsstabiliteit in het eurogebied.

Voor het langere eind van de rendementscurve (in dit artikel betekent dit vanaf een horizon van ongeveer vijf jaar) maakt de verankering van de inflatieverwachtingen een belangrijk verschil. In 1994 lag de periode van ontsprekende inflatie en de daaropvolgende pijnlijke desinflatie nog vers in het geheugen. Bovendien hadden de meeste centrale banken geen kwantitatieve inflatiedoelstelling. Dit betekende dat het FOMC zijn geloofwaardigheid nog enigszins moest verwerven via doortastende beleidsmaatregelen. Vandaag zijn de inflatieverwachtingen in de geavanceerde economieën blijkbaar steviger verankerd, mede dankzij een kwantitatieve inflatiedoelstelling (Beechey et al., 2011; Gurkaynak et al., 2010). Het langere eind van de rendementscurve zou hierdoor stabiel moeten zijn, zodat renteverhogingen als gevolg van stijgende inflatieverwachtingen voor de lange termijn wellicht minder waarschijnlijk zijn.

Momenteel zijn verschillende centrale banken belangrijke spelers op de markt voor langetermijnactiva, dit vanwege de omvangrijke aankopen die ze er verrichten. Dit staat in schril contrast met de periode omstreeks medio jaren negentig toen centrale banken niet de intentie hadden de lange rente actief te beïnvloeden. Het is a priori niet duidelijk of die actieve rol van centrale banken impliceert of de lange rente al dan niet gevoeliger is voor sterke schommelingen. Enerzijds zorgen de aankopen ervoor dat de in de lange rente vervatte risicopremies verkleinen,

wat betekent dat de rente fors kan gaan stijgen wanneer de centrale bank de aankopen beëindigt. Dit was ook het geval in mei 2013 toen de Federal Reserve liet uitschijnen dat zij haar aankopen van schuldtitels eventueel zou afbouwen naarmate de economische vooruitzichten verbeterden. Anderzijds kan de centrale bank, zoals voorzitter Bernanke (2013b) recentelijk heeft gesteld, ongewenste effecten op de rente proberen te vermijden door die aankopen actief te moduleren. Ook dat was het geval toen de Federal Reserve in juli 2013 meer duidelijkheid verschafte over haar bezorgdheid omtrent de recente volatiliteit op de obligatiemarkten. Beide vaststellingen suggereren niettemin dat de afschaffing van niet-conventionele maatregelen een uitdaging betekent voor de centrale banken, in het bijzonder indien zij inmiddels een actief deelnemer in bepaalde marktsegmenten zijn geworden.

Bovendien zijn een aantal in de lange rente vervatte risicopremies momenteel wellicht kleiner dan in 1994 vanwege factoren die losstaan van het monetair beleid, bijvoorbeeld de grote vraag naar veilige en liquide activa. Een plots dalende vraag naar safe-haven activa impliceert dus een opwaarts risico voor de lange rente. Voorts blijkt ook de samenstelling van de populatie investeerders in langerlopend papier een belangrijke rol te spelen in het risico op plotse gedwongen verkopen, zoals dat in 1994 kennelijk het geval was (Goldman Sachs, 2013).

Conclusies

Ter afronding van dit artikel kunnen een aantal bedenkingen en beleidsimplicaties worden geformuleerd. De risicoloze rente is vandaag laag vanwege de macro-economische context die wordt gekenmerkt door de verwachting van een lage en stabiele inflatie en een – in vergelijking met het begin van het huidige millennium – neerwaarts bijgestelde potentiële groei. Dit impliceert een lagere evenwichtsrente die de centrale bank als maatstaf gebruikt om haar monetairbeleidskoers te bepalen – en voor haar een gegeven is –, terwijl de verwachting van een lagere toekomstige reële groei eveneens weegt op de verwachting ten aanzien van de rente op langere termijn. Indien de verwachting van een lagere toekomstige potentiële groei – zoals die ook blijkt uit de vooruitzichten van bijvoorbeeld het IMF⁽¹⁾ – bewaarheid wordt, zullen investeerders in de toekomst hoe dan ook met lagere reële rendementen worden geconfronteerd, zelfs indien de huidige zeer accommoderende monetairbeleidskoers buiten beschouwing wordt gelaten.

De aanhoudende economische tegenwind waardoor de geavanceerde economieën reeds enkele jaren worden geplaagd, heeft centrale banken in heel wat jurisdicties ertoe aangezet een zeer soepel beleid te voeren dat via diverse kanalen neerwaartse druk uitoefent op de korte en de lange rente. Het is evenwel zo – enigszins paradoxaal – dat een dergelijk beleid de beste voorwaarden creëert om op middellange termijn opnieuw aan te knopen bij hogere rentetarieven. Zoals bijvoorbeeld ook Bernanke (2013a) argumenteert, is het precies door de rente vandaag laag te houden dat de economie zich kan herstellen en dat de rente in de toekomst opnieuw kan stijgen. Met andere woorden, een te hoge rente vandaag zou de groei beknotten en potentieel deflatoire gevolgen hebben, wat op zijn beurt neerwaartse druk zou uitoefenen op de rente op langere termijn. Enkel in een duurzaam sterk groeiende economie kunnen investeerders een positief reëel rendement genieten.

De lagerenteomgeving impliceert, zoals vermeld, evenwel ook risico's voor de financiële stabiliteit. Tegenover dergelijke risico's, die wellicht in specifieke sectoren

geconcentreerd zijn, is een adequaat en gericht prudentieel beleid wenselijk. Dit beleid moet het op zijn beurt mogelijk maken dat de monetaire autoriteiten een passend monetair beleid kunnen voeren en het dient tevens te vermijden dat deze autoriteiten zouden worden verhinderd dat beleid te voeren als gevolg van bezorgdheid over eventuele negatieve gevolgen ervan voor de financiële stabiliteit (IMF, 2013b).

Tegen de achtergrond van de aanhoudend lage rente lijkt een gepaste monitoring van het renterisico door de prudentiële autoriteiten belangrijk. In dat verband kan worden verwezen naar het meest recente Financial Stability Review van de Bank (NBB, 2013) dat de verzekeringssector in deze context tot voorzichtigheid aanmaant, alsook naar het voorstel van de Bank van oktober 2012 om, in het licht van de dalende risicoloze rente, de maximale referentierente voor langlopende levensverzekeringsovereenkomsten te beperken tot 2%. Aangezien dit voorstel niet in de praktijk werd omgezet, heeft de Bank erop gewezen dat zij er via haar prudentieel beleid zal op toezien dat iedere verzekeringsonderneming een rente toepast die verenigbaar is met haar risico's en kosten.

Een laatste beschouwing is dat de centrale banken – meer nog dan wat in het recente verleden het geval is geweest – zeer zorgvuldig zullen moeten communiceren, in het bijzonder wanneer een exit uit het huidige, zeer accommoderende beleid wordt overwogen. Dit wordt bevestigd door de recente volatiliteit op de obligatiemarkten die is ingegeven door met name de perceptie van marktdeelnemers dat de aankopen van schuldpapier door de Federal Reserve vervroegd kunnen worden beëindigd of trager zullen plaatshebben. Voorts kan een geloofwaardige communicatie vanwege de centrale bank, bijvoorbeeld de indicaties die de Raad van Bestuur van de ECB sedert juli 2013 geeft over het toekomstig rentebeleid, ertoe bijdragen ongewenste rentebewegingen in te dijken.

(1) De vijfjaars vooruit groeiprojecties van het IMF, zoals gepubliceerd in het voorjaar van 2008 (IMF, 2008), maken gewag van een groei van 3,2 en 2,4 % voor, respectievelijk, de Verenigde Staten en het eurogebied. De in april 2013 gepubliceerde overeenstemmende voorspellingen zijn neerwaarts bijgesteld tot, respectievelijk, 2,9 en 1,6 % (IMF, 2013a).

Bibliografie

- Antolin P., S. Schich en J. Yermo (2011), 'The economic impact of protracted low interest rates on pension funds and insurance companies', *OECD Journal: Financial Markets Trends*, 15(1), 237-256.
- Apel M. en C. Claussen (2012), *Monetary policy, interest rates and risk-taking*, Sveriges Riksbank Economic Review.
- Bank of England (2012), *The distributional effects of asset purchases*, July.
- Bauer M. en G. Rudebusch (2011), *The signaling channel for Federal Reserve bond purchases*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 21.
- Bauer M. (2012), *Fed asset buying and private borrowing rates*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter 2012-16.
- Baumeister C. en L. Benati (2013), 'Unconventional monetary policy and the great recession: Estimating the macroeconomic effects of a spread compression at the zero lower bound', *International Journal of Central Banking*, 9(2), 165-212.
- Beechey M., B. Johannsen en A. Levin (2011), 'Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?', *The American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 104-129.
- Bernanke B. (2005), *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, Remarks by Governor, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 maart.
- Bernanke B. (2013a), *Long-term interest rates*, Lecture at the annual monetary/macroeconomic conference: The past and future of monetary policy, sponsored by the Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California, 1 maart.
- Bernanke B. (2013b), *Semiannual monetary policy report to the Congress before the Committee on Financial Services*, U.S. House of Representatives, Washington D.C., 17 juli.
- BIB (1995), *Annual Report*.
- BIB (2011), 'Fixed income strategies of insurance companies and pension funds', *CGFS Publications*, 44.
- Borio C. en R. N. McCauley (1995), *The anatomy of the bond market turbulence of 1994*, BIS, Working Paper 32.
- Caballero R., T. Hoshi en A. Kashyap (2008), 'Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan', *The American Economic Review*, 98(5), 1943-1977.
- Christensen J. en G. Rudebusch (2013), *Estimating shadow-rate term structure models with near-zero yields*, Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2013-07.
- Chung H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider en J. C. Williams (2011), 'Estimating the macroeconomic effects of the Fed's asset purchases', Federal Reserve Bank of San Francisco, *FRBSF Economic Letter*, January.
- Clarida R., J. Gali en M. Gertler (1999), 'The science of monetary policy: A new keynesian perspective', *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1661-1707.
- D'Amico S. en T. King (2010), *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, 2010-52.
- ECB (2003), *Persbericht over de monetaire-beleidsstrategie van de ECB*, 8 mei.

- ECB (2010), 'The euro area insurance sector', *Financial Stability Review*, 111-124, June.
- EIOPA (2013), *Supervisory response to a prolonged low interest rate environment*, 28 February.
- Ejsing J., M. Grothe en O. Grothe (2012), *Liquidity and credit risk premia in government bond yields*, ECB, Working Paper 1440.
- Fawley B. en C. Neely (2013), 'Four stories of quantitative easing', *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, February/January issue, 51-88.
- Fisher I. (1933), 'The debt-deflation theory of great depressions', *Econometrica*, 1(4), 337-57.
- Gagnon J., M. Raskin, J. Remache en B. Sack (2011), 'The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases', *International Journal of Central Banking*, 7(1), 3-43.
- Gardes F. en P. Levy (1994), 'Taux d'intérêt et prix: Paradoxe de Gibson ou phénomène de Kitchin?', *Revue Française d'Économie, Programme National Persée*, 9(3), 157-197.
- Goldman Sachs (2013), *A bond sell-off as damaging as 1994? Not likely*, Global Economics Weekly, 13/15, April.
- Goodfriend M. (2010), 'Policy debates at the FOMC: 1993-2002', paper prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta - Rutgers University conference *A return to Jekyll island: The origins, history, and future of the Federal Reserve*, 5-6 November.
- Greenspan A. (2005), *Federal Reserve Board's Semiannual Monetary Policy Report to the Congress, before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, 16 February.
- Gürkaynak R., B. Sack en J. H. Wright (2006), *The U.S. treasury yield curve: 1961 to the present*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series 2006-28.
- Gürkaynak R., A. Levin en E. Swanson (2010), 'Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations?: Evidence from the US, UK, and Sweden', *Journal of the European Economic Association*, 8(6), 1208-1242.
- Hanson S. en J. C. Stein (2012), *Monetary policy and long-term real rates*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Finance and Economics Discussion Series 2012-46.
- Homer S. en R. Sylla (1991), *A history of interest rates*, New Brunswick, NJ: Rutgers Univ. Press.
- Ilbas P., Ø. Røisland en T. Sveen (2013), *The influence of the Taylor rule on US monetary policy*, NBB, Working Paper 241.
- IMF (2008), *World Economic Outlook*, April.
- IMF (2012), *Global Financial Stability Report*, April.
- IMF (2013a), *World Economic outlook*, April.
- IMF (2013b), 'Do central bank policies since the crisis carry risks to financial stability?', *Global financial Stability Review*, Chapter 3, April.
- IMF (2013c), *Unconventional monetary policies: Recent experience and prospects*, April 18.
- Kim D. en K. Singleton (2012), 'Term structure models and the zero bound: An empirical investigation of Japanese yields', *Journal of Econometrics*, 170(1), 32-49.

- Krishnamurthy A. en A. Vissing-Jorgensen (2011), *The effects of quantitative easing on interest rates: channels and implications for policy*, The Brookings Institution, Economic Studies Program, Brookings Papers on Economic Activity, 43(2), 215-287.
- Leeper E. (1991), Equilibria under active and passive monetary and fiscal policies, *Journal of Monetary Economics*, 27(1), 129-147.
- Mishkin F. (2001), *From monetary targeting to inflation targeting: lessons from the industrialized countries*, The World Bank, Policy Research Working Paper 2684.
- NBB (2013), *Financial Stability Review*.
- Orphanides A. (2002), 'Monetary-Policy Rules and the Great Inflation', *The American Economic Review, Papers and Proceedings*, 92(2), 115-120.
- Peek J. en E. Rosengren (2005), 'Perverse incentives and the misallocation of credit in Japan', *The American Economic Review*, 95(4), 1144-1166.
- Rajan R. (2005), *Has financial development made the world riskier*, NBER, Working Paper 11728.
- Rosengren E. (2013), *Fulfilling the full employment mandate: Monetary policy & the labor market*, The Federal Reserve Bank of Boston's 57th Economic Conference, Boston, Massachusetts, 12 April.
- Sims C. (1994), 'A simple model for the determination of the price level and the interaction of monetary and fiscal policy', *Economic Theory*, 4(3), 381-399.
- Taylor J. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-214.
- Turner P. (2011), *Is the long-term interest rate a policy victim, a policy variable or a policy lodestar?*, BIS, Working Paper 367.
- Turner P. (2013), *Benign neglect of the long-term interest rate*, BIS, Working Paper 403.
- Weber A., W. Lemke en A. Worms (2008), 'How useful is the concept of the natural real rate of interest for monetary policy?' *Cambridge Journal of Economics*, 32(1), 49- 63.
- White W. (2012), *Ultra-easy monetary policy and the law of unintended consequences*, Federal Reserve Bank of Dallas, Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper 126.
- Woodford M. (2001), 'The Taylor rule and optimal monetary policy', *The American Economic Review Paper and Proceedings*, 91(2), 232-237.
- Woodford M. (2003), *Interest and prices*, Princeton University Press.