

Andere tijden

Wat is een reële reële rente?

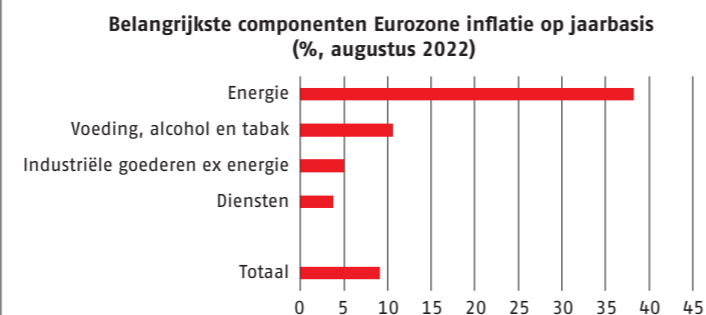
Bij rente zijn economen vooral geïnteresseerd in de reële rente, dat is de rente gecorrigeerd voor inflatie – of juist voor verwachte inflatie, die immers een doorslaggevende rol speelt bij het nemen van economische beslissingen. Gemakshalve wordt de feitelijke in plaats van de niet observeerbare verwachte inflatie wel gebruikt om de reële rente te berekenen, maar dat lijkt in het licht van de drastisch gestegen inflatie onder de huidige omstandigheden minder zinvol. De nominale rente is overigens ook fors gestegen sinds begin dit jaar, wat uiteraard niet los gezien kan worden van de oplopende inflatie die al de eerste verhoging van de korte rente in elf jaar van 0,5% in juli heeft uitgelokt, gevolgd door een nog drastischer verhoging van 0,75% in september. En daar zal het waarschijnlijk niet bij blijven. Een uitspraak doen naar wat een 'reële' reële rente is, is onder de huidige omstandigheden een hachelijke zaak.

Drs. L.M.W. Cornelissen studeerde algemene economie (specialisatie monetaire economie) aan de Erasmus Universiteit in Rotterdam. Hij werkte ruim 29 jaar bij vermogensbeheerder Robeco in Rotterdam in verschillende functies. Zijn laatste functie was hoofdeconoom waar hij verantwoordelijk was voor de visie op de wereldwijde en financiële markten.



FACTOREN ACHTER DE INFLATIESTIJGING

De inflatie is niet alleen in de Eurozone fors gestegen. Het is een globale ontwikkeling. Een belangrijke rol speelden problemen aan de aanbodkant van de economie door het ontstaan van fricties in globale aanbodketens door coronamaatregelen. Daarnaast was er sprake van een forse stimulans aan de vraagkant van de economie vooral, maar niet alleen, in de Verenigde Staten. Arbeidsmarkten werden hierdoor krap. Tenslotte stegen energie- en voedselprijzen als gevolg van de oorlog in Oekraïne. Gasleveranties via de Nord Stream 1 pijplijn vanuit Rusland naar Europa zijn stopgezet.

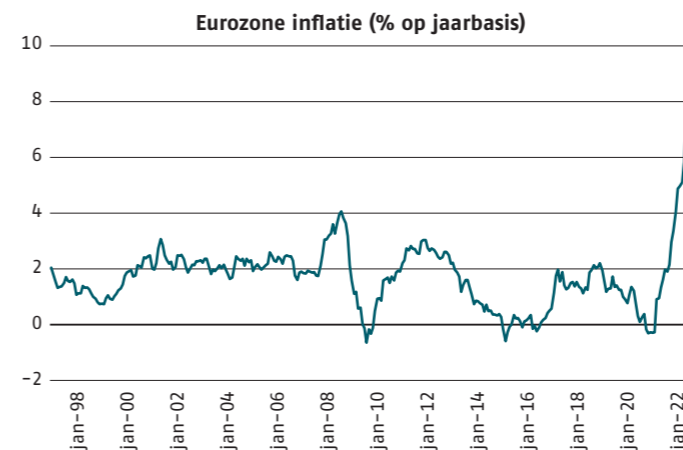


Grafiek 1. Eurozone inflatie op jaarbasis en bijdrage componenten
Bron: Eurostat

Uit de jongste inflatiecijfers voor de Eurozone (9,1%, een jaar geleden 3,0%) blijkt dat kosten van energie de grootste aanjager zijn gevolgd door de kosten van voeding, alcohol en tabak. Maar zelfs als we voor deze in de regel beweeglijke categorieën corrigeren, komen we uit op een onderliggende inflatie van nog altijd 4,3% (een jaar geleden was dat 1,6%).

INFLATIEVERWACHTINGEN EUROZONE LIJKEN NOG GOED VERANKERD

Een interessante tabel bijgehouden door de Europese Centrale Bank (ECB) is een overzicht van inflatieramingen door professionele voorspellers. Vanaf 1999 tot en met het eerste kwartaal van 2022 is die gemiddelde raming van het inflatiecijfer over vijf jaar niet boven de 2,0% geweest en niet onder de 1,7%. Professionele voorspellers twijfelden dus niet aan de wil en het vermogen van de ECB over een horizon van vijf jaar een inflatie te realiseren van 'onder maar dichtbij de 2,0%', de inmiddels losgelaten, wat vaag geformuleerde, eerdere doelstelling. Dit kun je een schoolvoorbeeld noemen van zeer goed verankerde inflatieverwachtingen. In het tweede en derde kwartaal van dit jaar zie je wat lichte twijfel ontstaan bij de beroepsvoorspellers: de ramingen luiden achtereenvolgens 2,1% en 2,2%. Dit is nog steeds in lijn met de sinds juli 2021 gehanteerde doelstelling van een symmetrische 2%, waarbij, lijkt me, bewust gekozen is voor het ontbreken van een cijfer achter de komma. Ik interpreteer het nog zeer gematigd oplopen van de voorspellingen als een zekere twijfel. Die twijfel wegnemen zal het argument zijn van de ECB om renteverhogingen te door te zetten.



Grafiek 2. Eurozone-inflatie 2012-2022
Bron: Eurostat

RENTEVERHOOGINGEN TIJDENS EEN RECESSIE?

Sinds de zomer is het pessimisme over de wereldwijde economie toegenomen. De eerste twee kwartalen liet de Amerikaanse economie een bescheiden negatieve groei van het BBP zien. Een vuistregel is dan te spreken van een recessie. Kanttekening hierbij is dat de Amerikaanse arbeidsmarkt sterk blijft. Ook recente vertrouwensindicatoren, zoals het producentenvertrouwen in de dienstensector, wijzen op aanhoudende groei. Wel zal de Amerikaanse centrale bank die de rente dit jaar al agressief verhoogd heeft met 3,0%, doorgaan met monetaire verkrapping. Economen zijn verdeeld over de vraag of de Amerikaanse economie überhaupt afstevent op of daarentegen al verzeild is in een recessie.

Een andere motor van de wereldwijde economie, China, is wel aan het sputteren. Het hardnekkig volgehouden zero-covid-beleid leidt opnieuw tot forse lockdowns, waarbij de vooruitzichten door de besmettelijker nieuwe varianten niet positief zijn. Daarnaast verkeert de onroerendgoedmarkt in crisis. Opkomende markten worstelen met de sterk gestegen voedselprijzen en de relatief sterke dollar.

Voor de Eurozone lijkt een recessie onontkoombaar nu gasleveranties uit Rusland zijn stopgezet, waarschijnlijk gevolgd door olie-exporten. Rantsoenering is een reële optie. Een zachte winter kan de pijn beperken, maar ondanks 'Global warming' is dat geen gegeven. Per slot van rekening zorgde 'The Beast from the East' nog in 2018 voor een extreme koudegolf en zware sneeuwval in West-Europa. 'Global weirding' is een doeltreffender term dan 'Global warming'. De sterk gestegen energieprijzen zullen overheden dwingen tot ruime compensatiemaatregelen vooral voor de lagere inkomens. Het begrotingsbeleid blijft dus wederom noodgedwongen ruim. Wel zal de arbeidsmarkt verruimen met het aflopen van verstoringen arbeidsretentiemaatregelen. Loonstijgingen hebben de oplopende inflatie in de Eurozone niet bijgehouden, maar de krappe arbeidsmarkt en maatregelen zoals het verhogen van het minimumloon verhogen het risico op een haasje-over van lonen en prijzen en het endemisch worden van bovengemiddelde inflatie. Inflatoire druk komt ook via de importprijzen uit het buitenland, nu de euro verder afkalft door de crisis in de betrekkingen met Rusland.

HOGERE EURORENTE ONONTKOOMBAAR

Geleidelijke verhoging van de korte rente door de ECB is niet te vermijden. Obligatierentes zullen onder invloed hiervan eveneens oplopen en de spreiding tussen individuele landen zal eveneens toenemen. Is dit de voorbode voor een nieuwe crisis in de Eurozone? Het tienjaars renteverval tussen Italië en Duitsland schommelde in september rond de 2,3%. De Italiaanse obligatiemarkt ligt onder druk

door de onzekerheid over de plannen van de nieuwe Italiaanse regering onder leiding van Georgia Meloni van de uiterst rechtse Broeders van Italië. De toegang tot de EUR 200 miljard uit het Europese herstellfonds kan in gevaar komen wanneer de nieuwe Italiaanse regering hervormingsmaatregelen van de vorige regering-Draghi probeert terug te draaien. Bestaande zorgen over de Italiaanse kredietwaardigheid kunnen hierdoor alleen maar groter worden. De ECB heeft weliswaar in juli een nieuw, in beginsel krachtig (oude beleggerswijsheid: don't fight the Fed! Zo ook: don't fight the ECB!) instrument ontwikkeld om het renteverval tussen eurolanden te plafonneren: het Transmission Protection Instrument, ofwel het TPI antifragementinstrument. Ze is alleen zo verstandig geweest om de beslissing over inzet hiervan over te laten aan de politieke leiding. Inzet is zeker geen automatisme. Nieuwe spanningen in de eurozone zullen leiden tot grote volatiliteit op obligatie- en valutamarkten en het bepalen van wat bijvoorbeeld 'normale' renteniveaus zijn verder bemoeilijken.

CONCLUSIE: MEER ONZEKERHEID

Voorspellen is moeilijk, vooral als het om de toekomst gaat. Na jaren van vlakke rentes en lage inflatie is er sprake van een verandering van regime, met hogere volatiliteit en onvoorspelbaarheid als gevolg. Ik begrijp wel waarom de Commissie Parameters uitstel gevraagd heeft en ik benijd ze niet. ■



datum 15 december 2022 | tijd 10.00 - 15.00 uur |
aangevraagd voor 4 PE-punten, waarvan 1 PE punt
Ethiek | prijs € 395 | u kunt zich nu al inschrijven!